全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 客佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全球证券投资经典译丛 Global Investment Classics

菲利普·凯瑞特在我所见过的人中，拥有真正最长期的投资纪录。
——沃伦·巴菲特

投机的艺术

THE ART OF SPECULATION

〔美〕菲利普·L·凯瑞特/著

PHILIP L.CARRET

天津社会科学院出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全球证券投资经典译丛
Gloabal Investment Classics

投机的艺术

THE ART OF SPECULATION

〔美〕菲利普·L·凯瑞特／著　余中福／译

PHILIP L.CARRET

天津社会科学院出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投机的艺术 /（美）凯瑞特（Carret，P. L.）著；余中福译．
—天津：天津社会科学院出版社，2012.1
（全球证券投资经典译丛 / 刘津主编）
ISBN 978-7-80688-722-6

Ⅰ．①投… Ⅱ．①凯… ②余… Ⅲ．①金融投资—研究
Ⅳ．① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 219278 号

出版发行：天津社会科学院出版社
出 版 人：项　新
地　　址：天津市南开区迎水道 7 号
邮　　编：300191
电话 / 传真：（022）23366354
（022）23075303
电子信箱：tssap@public.tpt.tj.cn
印　　刷：北京金秋豪印刷有限公司

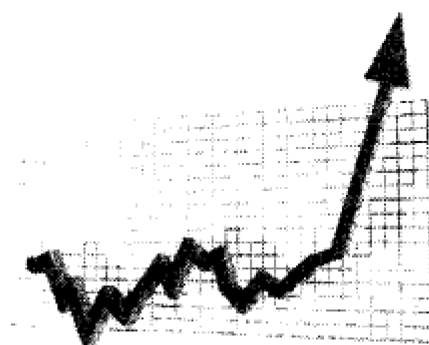
开　　本：710 × 1000 毫米　1/16
印　　张：14
字　　数：260 千字
版　　次：2012 年 1 月第 1 版　2012 年 1 月第 1 次印刷
定　　价：28.00 元



版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言



本书于1930年发行，在这之前不到一年的时候，一场金融危机袭击了美国，很多百万富翁成了乞丐，但也使很多人进入了上层社会。在这次打击之后，恰恰是在大萧条导致的思维麻木甚至萎靡不振完全开始之前，菲利普·L·凯瑞特以及一本关于股票投机的书出现了。但是等等，投机者不就是那些赌上全部身家财产而最后被WPA洗劫一空、扫地出门的家伙吗？这个回答不确切，凯瑞特关于投机真实本质的经典著作向我们展示了这一艺术是多么微妙，以及为何稍许了解一点人的心理趋向就能够使你致富。

重印这本书我们有几个层次的考虑。首先，也是最重要的是，应该讨论认为职业交易商是“赌博的人”这一错误见解。菲利普·凯瑞特倾其一生来证明：实际上，智慧、逻辑和认真的数据积累能够使股票投机不比开一家街角药店的风险更大。为了支持这一结论，凯瑞特继续致力于交易过程之外创造一个大商业企业。

在他人生的101年中（根据在凯利特资产简介中他的生平简介），他亲身经历了31个牛市，30个熊市，20次衰退和一次萧条，一直都是成功的。他创建并管理着世界上第一只共同基金，管理并发展这只基金50多年。凯利特是这样做到的：了解市场的真实基本心理并且成为市场波动周期和指标的标识之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他比别人更了解交易商的意向，用数据资料来证明他们的喜好、他们的乐观、他们的天真以及确切地说他们何时会恐慌抛售，或者大众会多么执著地就像针吸附于磁铁一样坚信一只股票。

但是就像任何大领导者一样，一个发达的知觉并不是在交易大厅获得成功的唯一素质。任何学科（证券行情室或战场）的成功领导者必须对其复杂的事务具有充分了解。他们必须知道其职业的历史，最重要的是，他们必须掌握其行业的术语和工具。凯瑞特经常强调这一点，他还给出了交易商运用各种核心交易工具（债券、证券、衍生物和股票）的基本原则，这本书没有遗漏任何一个细节。

很多人将沃伦·巴菲特视为金融战场上的巴顿，巴菲特曾经说过，凯瑞特创造了长期投资业务的最好纪录。这不是小赞扬，特别是他曾不受华尔街批评家的嘲笑和备受蹂躏的大众交易商的影响，而安然度过了1929年的金融灾难。菲利普·L·凯利特喜欢交易，那是如此简单，你会在本书的每个字中看到他的热情。他了解制胜的主要因素：密切注意回报。体育运动员称之为“要害”。对他来说，那是他的金钱思维。无论最终的短语是什么，这本书将会使人得到授业、提升和启发。

出版者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录
CONTENTS

第 1 章　什么是投机 …… 1
"木材投机" …… 1
百万富翁的"舞蹈" …… 2
必要的投机者 …… 2
投资者必须投机 …… 3
词典里如何定义投机 …… 3
有组织的市场 …… 4
一个民主的机构 …… 4
希望还是判断 …… 5
投资者的增值代理人 …… 5
增强市场流通性 …… 6
投机与生活费用 …… 6
成功之路 …… 7
股票与房地产的相似之处 …… 7

第 2 章　市场的机制 …… 9
美差的代理人 …… 9
商业银行家 …… 10
债券的业余投资者 …… 10
股票融资 …… 10
普通股的起源 …… 11
有组织的市场 …… 11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



梧桐树下 …… 12
严格的道德规范 …… 12
经纪人开始业务 …… 13
经纪人的第一份订单 …… 13
零股交易 …… 14
严格的交割条例 …… 15
结清股票交易 …… 15
公告板和指示棒 …… 16
保证金交易 …… 16
场外交易 …… 17
股票拍卖 …… 18
如何找到可信赖的经纪人 …… 18

第 3 章 投机工具 …… 19
没有限制 …… 19
违约债券的收益 …… 20
当需要耐心的时候 …… 21
收益债券的起源 …… 21
确定事项投机 …… 22
二十只可转换债券的记录 …… 23
粉饰的例子 …… 24
直接行动 …… 24
不同种类的股票 …… 25
可转换股及参与分红优先股 …… 26
受欢迎的优先股 …… 26
普通股的利润不普通 …… 27
管理层轻易不解散 …… 27
对政策的猜测 …… 28

第 4 章 股市风云——涟漪与波浪 …… 29
大学教授的答案 …… 30
活跃股票的优点 …… 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价波动到底有多快 …… 31
潜在的买家和卖家 …… 31
罐头公司股价的上升 …… 32
“内部人” 不总是正确 …… 32
无法解释的上涨 …… 32
联合操纵 …… 33
历史上的洛克群岛联合操纵 …… 33
业余投资者如何交易 …… 34
10 个点的波动需要时间 …… 34
市场大势 …… 35
胆怯与倔强 …… 35
小人物的遭遇如何 …… 36
对于未知的恐惧 …… 36
股市赌博 …… 37

第 5 章 投机大潮 …… 38
《圣经》 里的经济周期 …… 38
类似于拳击的比较 …… 38
布赖恩是怎样失败的 …… 39
规则的例外 …… 40
一个著名的经济周期 …… 40
揭发丑闻的年代 …… 40
一个银行家的真实预言 …… 41
旧金山的灾难 …… 42
历史性的崩溃 …… 43
股票市场和大恐慌 …… 43
假想的交易 …… 46
投资者与交易商 …… 47

第 6 章 预测大波浪 …… 48
萧条没有发生 …… 48
道氏理论 …… 48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



熊市的底 …… 49
市场崩溃的预见 …… 50
巴布森的 XY 曲线 …… 51
不幸的选择 …… 51
关注钢铁工业 …… 52
高炉指数 …… 52
1929 年高炉指数是如何奏效的 …… 54
高炉指数的价值 …… 54
经济活动 …… 55
预测商业指数价值 …… 55
股利收入 …… 55
费歇尔指数 …… 57
价格波动如何影响经济 …… 57
勇敢指数 …… 58
诸多因素的平衡 …… 58
永远的股市波动 …… 59

第 7 章 投机的生命线 …… 60
金字塔式交易 …… 60
当保证金业务员忙起来时 …… 61
银行盈余资金的出口 …… 61
金融市场控制着股票市场吗 …… 62
股票会如何发展 …… 62
是原因还是巧合 …… 63
季节性变动 …… 63
联邦储备系统的影响 …… 63
活期贷款利率 …… 64
相关性 …… 65
当股价下跌时 …… 65
投机商人 …… 65
不断增长的商业利润 …… 66

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市自毁 …… 66
哈佛指数 …… 68
短期贷款和债券收益率 …… 68
为何所有的晴雨表都不管用了 …… 68
苟延残喘 …… 70

第 8 章 技术因素及经济基础 …… 71
复合预报员 …… 71
惊人的上涨 …… 72
什么是“弱手” …… 72
高保证金带来的危险性 …… 73
钢铁公司的股东 …… 73
经纪人贷款以及市场状况 …… 75
一个真正的危险信号 …… 75
当庄家忙的时候 …… 76
如何读一张图表 …… 76
读图表的几个例子 …… 78
图表的局限性 …… 80
再谈道氏股价理论 …… 80
销售高潮 …… 81
是艺术，而不是科学 …… 81

第 9 章 卖 空 …… 82
交割规则 …… 82
经纪人的权利 …… 83
卖空会计 …… 84
卖空的用处 …… 84
远程客户 …… 84
零股市场的本质 …… 85
维持有序市场 …… 85
场外交易的困难 …… 86
大恐慌中的熊市 …… 86

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空的道德规范 …… 87
引领式抬价 …… 87
对股票囤积的恐惧 …… 88
受诅咒的股票囤积 …… 89
金融自毁 …… 89
卖空需要胆量 …… 90
对长期交易商来说无利可图的领域 …… 90

第 10 章 什么是牛市 …… 91
70 种股票的涨跌 …… 91
最高位与最低位图 …… 92
投机性股票和投资性股票 …… 93
不同的趋势 …… 94
股票群体的波动 …… 94
股票群体波动的原因 …… 95
惊人的差异 …… 95
连锁店股与化肥股 …… 96
1929 年股票群体的行为 …… 97
股票市场的时尚 …… 98
社会公共事业股的流行 …… 98
管理因素 …… 99
成功或失败的结果 …… 99
王子与乞丐的行业 …… 100
差距扩大 …… 101
对于价值的研究 …… 101

第 11 章 如何阅读资产负债表 …… 103
为什么资产负债表是平衡的 …… 103
公司解散会发生什么 …… 104
固定资产价值的不确定性 …… 106
固定资产何时更重要 …… 107
一些无法确定的价值 …… 107

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使现金也并不总是好的 …… 108
对客户提供的信贷 …… 108
贸易惯例中的一个问题 …… 109
存货项目 …… 109
商品市场的价格起落 …… 110
存货种类平衡的重要性 …… 110
资本性支出 …… 111
资金收回 …… 111
折旧形成负债 …… 112
其他准备金 …… 113
什么是流动负债 …… 113
概况一瞥 …… 114
流动比率 …… 114
如何“粉饰”报表 …… 114
对营运资金的要求各不相同 …… 115
内部构成 …… 115
所有者和债权人 …… 116

第 12 章 如何阅读损益表 …… 117
商誉的计价 …… 118
实力的印象 …… 118
真正的损益表是有价值的 …… 118
商业折扣 …… 120
扣减利润的费用 …… 121
检查应税净利润 …… 121
销售趋势 …… 122
考虑币值变动 …… 122
存货周转率 …… 122
小百货和重型机械 …… 123
信用政策 …… 123
对折旧的一些看法 …… 124

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率 …… 124
折旧的重要性 …… 125
一项令人满意的比较 …… 125
统一的铁路公司会计 …… 126
铁路资产的折旧缓慢 …… 127
审计报告 …… 129
天真的管理者 …… 130

第 13 章 铁路和公共事业公司——管制的受害者还是受益者？ …… 131
各州对公共事业公司的管制 …… 131
公共事业股大幅波动 …… 131
公共监管的优势 …… 132
大企业的道德标准 …… 132
举债经营 …… 133
一个实例 …… 133
剧烈的股市波动 …… 134
当投资者与投机者在公司的权益相等时 …… 134
稳健筹资的公共事业公司 …… 135
考虑季节性差异 …… 135
铁路公司的评判标准 …… 136
列车载重量指标 …… 136
艾奇逊效应 …… 137
圣保罗的困境 …… 137
千瓦和千瓦时 …… 138
资本的慢速周转 …… 138
一个启发性的分析 …… 139
一种理想的燃料 …… 140
铁路客运公司的苦恼 …… 140

第 14 章 工业股分析 …… 141
托拉斯的产生 …… 141
为什么股票会有一起波动的倾向 …… 141

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萧条与繁荣并存 …… 142
对烟草公司的分析 …… 142
预测与结果 …… 143
产品与政策 …… 143
“伯利恒钢铁” 的政策 …… 144
两大工业巨头的比较 …… 144
实物量单位的运用 …… 145
生产成本至关重要 …… 146
分析中的重要因素 …… 146
繁荣的行业 …… 147
马和拖拉机 …… 147
避开长期低迷的行业 …… 148
“趋势” 股与 “周期” 股 …… 148
领先鲜有失误 …… 149
相对增长率的比较 …… 149
现金富余的价值 …… 149
高利润率的优势 …… 150

第 15 章 冒险的宝藏 …… 151
一个历史性的财富神话 …… 151
矿藏的附加物 …… 152
一个巨大的失败 …… 152
怎样进行有前景的投资 …… 153
开采过程中的风险 …… 153
开采可能会很缓慢 …… 154
用公式估价 …… 154
估价的一个例子 …… 155
矿业合并 …… 156
折耗的重要性 …… 156
矿业投机的技术性壁垒 …… 157
年经的石油工业 …… 157

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生产、运输、精炼和分销 …… 158
管道公司的困境 …… 158
广阔的业务范围 …… 159
石油公司类似工业公司 …… 159
容易获得的统计数字 …… 159
一个诱人的投机领域 …… 160

第 16 章 财务手术的好处 …… 161
成功取决于管理 …… 161
敏锐加经验 …… 161
自愿与非自愿重组 …… 162
破产托管与破产 …… 162
破产托管人保护债权人的利益 …… 163
收益能力的恢复 …… 163
优先求偿权 …… 164
理论与实际 …… 164
股东的力量 …… 165
托管结束 …… 165
法律步骤 …… 165
当时间不利于投机者时 …… 166
令人沮丧的延期 …… 166
市场波动的正常秩序 …… 167
银行家的威望 …… 167
标准化的重组条款 …… 167
铁路公司重组 …… 168
艾奇逊公司的早期困境 …… 168
市场价值的比较 …… 169

第 17 章 未上市证券的交易 …… 170
报价的准确性 …… 170
虚卖 …… 170
出价和要价的误差 …… 171

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择一个非上市证券经纪人 …… 171
总是存在的差价 …… 172
银行家的态度 …… 173
首选“无情”的经纪人 …… 173
隐藏的便宜货 …… 173
金融机构股 …… 174
银行业务不是例行公事 …… 174
银行的财务报表 …… 175
现金与现金等价物 …… 176
存款人的分析 …… 176
银行活动范围广泛 …… 177
确定账面价值 …… 177
火灾保险公司 …… 178
一些技术细节 …… 179
正式的报告 …… 180
寿险债务是确定的 …… 180

第 18 章 期权与套利 …… 181
什么是期权 …… 181
出票人的立场 …… 182
用很少的钱投机 …… 182
有限的风险 …… 183
保护期权的交易 …… 183
将看涨期权转换为跨式期权组合 …… 184
期权作为保险 …… 184
期权售出者的动机 …… 185
按比例缩减的购买 …… 185
期权卖方的责任 …… 186
长期期权 …… 186
被分离出来的认股权很少 …… 187
期限种类 …… 188

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



耐心的投机者 …… 188
期权的弊端 …… 189
一个估价公式 …… 189
思维定势 …… 190
等价证券套利 …… 190
重组套利 …… 191
兼并套利 …… 192
套期保值 …… 193

第 19 章 当投机变为投资 …… 194
奇妙的可能性 …… 194
经营管理 …… 194
人、财、物 …… 195
投机者的 12 条规则 …… 195
偶然性最小化 …… 196
心理难题 …… 197
耐心很重要 …… 197
谨慎的必要性 …… 198
四种股票 …… 198
检验一条理论 …… 198
一个惊人的结果 …… 199
股票的复利 …… 200
实现的利润不是目的 …… 201
信息的重要性 …… 201
愤世嫉俗不吃亏 …… 202
每个决定都要自己做 …… 203
价格收益比 …… 203
折衷 …… 205
避免过度交易 …… 205
一个有利可图的业余爱好 …… 206

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

什么是投机

一篇关于投资的论文是不需要辩护的，每个人都会或多或少地认识到资本在现代社会中所起到的重大作用。人们普遍认为，投资者有权从牺牲自己的欲望或利益而积累起的财富中获得合理的回报。无数的投资者使我们的通讯系统可以得到不断扩展，允许他们获得 8% 的资本回报，一般的明智者会充分认识到这是公平正当的。同样，他们也会认识到支持这一复杂精细的金融机制的必要性，它能够将一名纽约教师辛辛苦苦积攒下来的数千美元转变为加州水电站的设备。只有不懂经济的人才会把那些债券推销员、经纪人以及金融领域的其他专卖人看作是“寄生虫”或是“游手好闲的人”。

至于投机，情况就不同了。常人绝对不清楚，成功的投机者在获取利润的同时也对社会进行了补偿，为社会财富做出了贡献。只要他自己通晓投机运作，常人看到的更多是损失而非收益。表面上看，似乎投机运作对社会毫无益处，人们普遍认为，投机就像赌博一样，成功产生的收益仅仅能够抵消失败带来的损失。因此，杰·古尔德、丹尼尔·德鲁以及其他著名的投机者并没有成为受欢迎的名人也就不奇怪了。

“木材投机”

不幸的是，“投机”这个词让大多数人立刻想到的就是“股票”这个词。亨利·罗宾逊是一位知名的木材交易商，当他的邻居们在当地报纸公布的所得税申报单上看到他上一年支付了一大笔钱给公库的时候，他们自然地评价亨利是一位精明的商人，没有人会说亨利是一个成功的投机者，尽管他的所得税申报单上显示利润如此可观的原因是他的存货价值每一千英尺上涨了 2 美元，就像他的经营本领一样。在这一情况下，木材交易商的大部分利润其实根本就是投机产生的。尽管对于他的主营业务来说，投机是附带发生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



百万富翁的“舞蹈”

没有必要去进行深入的研究来说明这种投机行为在很大程度上进入了每一种商业运营。在糖业市场的繁荣时期，甚至在1920年糖价最高达到22.5美分时，世界上所有的糖生产商、精炼商都完全没有可能躲开一个短暂的繁荣。结果，古巴出现了尽情挥霍的“百万富翁的舞蹈”。在1921年的糖市大崩溃中，糖的单价降到了可怜的每磅2美分，任何糖生产商想获取利润基本上都是不可能的。幸运的是，这种极端的现象并不普遍，但是每一种商品的价格波动还在不断发生。在这种程度不同的价格波动中，所有的企业主——无论是钢材生产商，还是小杂货店的业主——都会受到他所经营商品价格波动的影响。

必要的投机者

一个棉花纺织厂的成功不仅要靠经理运营该工厂的效率，更需要他买原材料时的精明，这已经是老生常谈了。那么，成功的棉纺织品生产商在很大程度上就必须是一个成功的原棉市场的投机者。如果他在不该买进的时候买进棉花，或是在该买进的时候没有买进，那么他的利润就会很少，甚至没有。

即便是那些对股票投机者有非议的人们来说，这也是一件顺理成章被人们认为理所当然的事。

有人会立即指出股市投机者与商人有着重大区别，后者并不是单凭运气的投机者，他们的商业活动中会有一些固有的投机风险，这些风险要靠他们运用准确的判断来降低，然而，这些风险对于他的主营业务来说是附带发生的。一个纺织品生产商不会将经营一家棉花加工厂作为棉花投机的理由，他是为了向社会提供棉花产品才办厂的。投机是一个必不可少的“魔鬼”。人们可能会说，股票投机者没有这种体面的理由来进行运作，他仅仅是买卖无形资产，这种无形资产在他手中时不会有任何形式的转变。如果他售出的股票价格下跌，那么他就已经靠不走运的股票买主的亏本而使自己赚了钱。如果他买进的股票价格上涨，那么赚钱就是理所当然的了。事实上，投机者是那种本该很忙的闲人，是手中的资本可以得到更充分利用的资本家。

对于股票经纪人的客户从哪里被吸引来的观察结果为投机者的反对者提供了有力支持。一个律师会是一个强烈的股票投机的批评者，因为他的合伙人不认真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从业而把工作时间花在研究早报的股票行情上或者干脆逡巡在经纪人行情室里。一位商人也可能和这位律师一样，因为他发现自己一个很有前途的下属对自己的工作失去兴趣而疯狂地迷上了股市行情自动收报机。那么，有这样一些数字众所周知（数字来源没人知道，但其真实性毋庸置疑），那就是从长期来看，95%的股票交易商都是赔钱的，股票投机的批评家很容易了解到这一点。

投资者必须投机

难道没有这样的人，证券投机对于他们正常经营活动来说，就像棉花投机之于棉纺织品生产商一样吗？答案当然是否定的。投资者同所有的商人一样也必然是投机者。如果他自豪地说："我从不投机！"那么他就是个无知的投机者，并且很可能是一个不成功的投机者。正如商品价格的不断波动对商人的财产有深远的影响一样，证券价格的波动也同样实施着相同的影响。1914 年，一位寡妇以 950 美元的价格购买了面值为 1000 美元、年利率为 4% 的债券，后来在她要求银行职员向她解释什么是"到期收益率"时才对事实有了一个模糊的认识。银行职员告诉她，除了每年 40 美元的利息外，她的投资回报还包括她支付的购买价格与债券面值之间那 50 美元的差价，理论上讲，随着到期日的临近，她的债券价值每年都会有一点增加。"听起来很不错，"她评论道，"但它们真的已经掉价了。"即便是最高级别的证券也有一定不可避免的投机风险。而且这种风险并不会因为你像一只鸵鸟那样把头埋在沙漠里，然后大喊"我从不投机"就会减少。

词典里如何定义投机

到底什么是投机呢？著名的韦伯斯特词典给出了很多种定义，其中有：（1）事物各个方面在思维中的映像——智力测试；（2）"预期到土地或商品价格增长，从而进行购买并在涨价之后卖出以赚取差价的行为。"对于第二种定义，他加上了这样的观察结果："投机只是使少数人致富，多数人都遭到了损失。"根据韦伯斯特词典的说法，动机是我们区分投资和投机交易的标准。某人于 1915 年以 60 美元的价格购进"美国钢铁"，期望以更高的价格售出，那么根据《韦氏词典》，这个人就是一个投机者，尽管他可能改变了出售的主意并且把这只股票列作他的长期投资。另一方面，一位先生在 1921 年以 95 美元的价格买入"美国电话"，以享受超过 8% 的股利回报，他就是个投资者，尽管几周后他可能禁不住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10%的利润诱惑而将股票售出。虽然交易的结果可能与主要受益方的初衷是相矛盾的，但是很显然，我们在定义投机时不能忽略动机这一因素。基于这些原因，投机也许可以定义为："期望从价格波动中赚取利润的证券或者商品的购买或出售行为。"购进一箱鸡蛋，打算以高于进价几美分的价格将一箱鸡蛋一打一打地销售给最终消费者的行为不是投机，尽管卖主可能因为鸡蛋在售出之前价格上涨而获得投机利润。同样，如果你6月份买进一车鸡蛋，然后打算将整车鸡蛋囤积起来12月份再卖出，这也不是投机，尽管在这种情况下鸡蛋市场的价格波动会严重影响利润。纯粹的投机是指那种在同一市场上不实施分销、仓储或运输等任何形式的服务的购进和售出行为。

有组织的市场

尽管有人可能会对奶酪、造纸、椰子油或是其他任何可以想得到的商品进行投机，但大多数投机行为都发生在股票和存在有组织的市场的商品上。美国芝加哥同业公会为小麦、玉米、燕麦、猪肉以及其他一些食品的投机者提供了一个市场；新奥尔良和纽约棉花交易所是棉花投机者的市场；纽约糖与咖啡交易所是咖啡和糖的投机者的市场。为了消除投机者必须运输大批量货物或是仓库收货的麻烦，这些交易所通常采用远期交付合同的交易形式。因为这些合约必须标准化，只可能成立交易所来交易那些容易分级的商品。像羊毛这样的重要商品，不能进行这样的分级，因而羊毛交易不存在像棉花交易所这样的市场。

有组织的市场中最重要的是以纽约证券交易所为代表的股票交易市场，在这个全球最大的有组织的证券市场中，有一千多只股票和数量更为庞大的债券上市交易。还有几百只证券是纽约场外交易市场和各个州交易所的交易对象。这些证券交易市场有严格的条例对证券上市公司的宣传提出明确的要求，限制其会员对交易公众的收费，并且以各种方式来寻求保障一个自由公开的股票市场。

一个民主的机构

证券交易所的机制适用于投资者也同样适用于投机者。股票经纪人既不知道也不关心他的客户属于哪一类。当然，他知道他的客户是以现金购买还是利用保证金交易的特权，但是仅凭这方面不能定义客户的情况。付现金的买方可能主要是考虑到价值的上涨而买入。保证金交易商也可能后来支付借方余额给经纪人购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入股票，并通过长期持有它牟利。你可以放心地假设那些只买高级债券的人基本上是投资者，尽管他们需要承担一定的投机风险。另一方面，在市场中频繁变换自己地位的保证金交易商如果不是赌徒，那么就理所当然是投机者。在这两个极端之间有非常多的证券买家和卖家的等级，他们的动机或多或少是混合的。我们不可能划出一条明确的界限，说这一边的是投资者，那一边的是投机者。

希望还是判断

仔细看来，前面提到的《韦氏词典》对于投机的两个定义是有比较密切的关联的。投机者需要采取的第一步是对他们要交易的证券或商品的周围环境进行“理性的考察”。很明显，《韦氏词典》并没有提到“希望”价格上涨，而是说“预期”。一个人对“火花塞”下注 100 美元，赔率为 1 赔 10，他也许希望这匹精心饲养的纯种马在比赛时第一个到达终点。一个人做任何像赌马一样不确定的事时，是没有合理的理由去憧憬一个幸运的结果的，因而，他是赌徒而非投机者。如果还是这个人，他基于期望而非判断买了 100 股马克卡车的股票或是其他什么股票，那他同样是赌徒。无论这种购买行为是由于自己研读了内部人士透露出的信息，还是不明智地读了著名经纪人的市场分析报告，都不能改变他是赌徒的性质。

谴责股市投机行为的人通常认为该种行为是股市赌博，事实上，赌博是一种常见的股市交易活动，投机者经过认真思考后才会向他们的经纪人书面下达购买指令，他们的行为对社会具有重大的价值。

投资者的增值代理人

水往低处流解释了地心引力的问题，同理，在证券市场中，价格也一直在寻求价值的高度，投机就是做出调整的代理机构。一个满足新的社会需求，为社会增加新的财富，同样也需要大笔新资本的新行业已经出现了吗？机敏的投机者会发现它，购买它的证券，向投资公众宣传它的繁荣，给它提供一个新的信用基础。一个曾一度繁荣的公司现在正突然崩溃、利润骤减且管理层能力下降吗？投机者正在股市中寻找着这样隐藏的薄弱点，他会抨击这些薄弱点，宣传其反映在证券行情自动收报机上的困境，向那些投资者发出及时的警告。在这种情况下，投机者是投资者的增值代理人，不断寻求机会使市场价格与投资价值相匹配，给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成长型企业带来新的资本源，切断那些不能用现有资产创造利润的企业的资本供应。

增强市场流通性

股票投机和股票赌博给投资者带来的一大好处是使其持有证券的市场流通性增强。其他方面不变，对某一证券感兴趣的人越多，该证券的销路就会越好。或许市场流通性应该定义为一只证券面对众多上市股票维持其自身价格水平的能力。在1万股上市股票突然冲击下的"美国钢铁"普通股的市场收益率，很可能会比100万美元证券压力下的一般信用债券，诸如艾奇逊铁路的年利率4%更低。股票的高度市场流通性主要是投机活动的结果。

在投机者使价格与价值相匹配的过程中，从心理学上讲，投机者与投资者寻求机会以获得比平均资本回报率更高收益率的心理是一样的。在这种寻求中取得成功的明智投资者肯定会获得投机利润。作为一个投资者，他可能不会像那些公认的投机者那样迅速地兑现收益，但是很明显，成功的投资者与明智的投机者的区别在于程度而非种类。

投机与生活费用

"挣钱容易存钱难。"挣了一大笔钱的人经常发出这样的感慨，他不知道保存钱的最好办法。像肯尼斯·范·施特姆这样的投资研究者近期做了研究，他的一篇题为"购买力投资"的文章首先发表在《巴伦周刊》上，这一研究以及本问题的其他研究，不仅强调保持投资资金价值的必要性，而且强调面对生活费用的不断波动保持其购买力的必要性。但这些依然不能解除那些感慨者的困惑。债券和抵押贷款这样的保守投资工具的传统政策，已经遭到了这些现代权威的猛烈抨击。他们强调，任何资金的稳健投资政策都要求包括普通股，生活费用的增长就可以由这些股票价值的补偿性上涨以及这些股票的股利收入来抵消掉。换句话说，如果想维持财富名义上的价值和真实的价值，保守的投资者就必须给自己一个收获投机利益的机会。这种说法再一次强调了从实务的角度区分投资者与投机者的困难。

当投资者已充分认识到他投资时必须关注投机利润，至少是偶尔的投机利润时，他很可能会再往前走一步。既要保护自己免受意外的损失（即便是投资于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"金边"证券也可能发生)，还要在生活费用可能增加的情况下保证资金的真实价值，投资者购买的证券必须至少有一部分是预期有盈利的。如果这部分盈利正好能够抵消偶然的损失及生活费用的增加，他就不可能从中获取利润。面对这种不可能，投资者自然希望选择稳妥的做法，在若干年的时间里获取一定的投资净利润。他已经跨越了投资与投机的界限，从某种程度上说，他成了一位投机者。他寻求资本利得的程度将一部分取决于他的性格，一部分取决于他能付出多少时间和精力去研究证券的价值。

成功之路

通往投机成功的道路是研究价值。成功的投机者应该持有或买进那些市价低于其真实价值的证券，而要避免买进或售出那些市价高于其真实价值的证券。成功的投资者也应该遵循同样的策略。有的人重点去寻求价值被低估的证券以期多年之后获取较高的回报，还有的人则主要去寻求那些价值被低估证券的价格自我调整到正常股价时产生的资本利得。

完成这种价格到价值的调整所需要的时间对投机者有重大的影响。投机者与投资者都持有公司股票，对投资者来说关系不大，但对投机者来说问题的复杂性却增加了。证券如服饰一样也有流行样式，一只证券的价值可能被低估，但是如果它同时也落伍了，那么对投机者来说它也就没什么用处了。所以，除了要研究真实价值的要素之外，投机者还不得不研究股市心理。

股票与房地产的相似之处

有很多因素会影响到证券的价值。一个想成为成功投机者的业余交易商不会认为研究价值是一个基本要素，相反，他会发现投机虽然很复杂困难，却很有吸引力，也有赚头。本质上来讲，就像其他领域的价值确定一样，证券价值的确定要靠比较。一个出色的地产评估师会把某一房产的价格与他所知道的相邻其他房产的最新售价相比较，它们每一个都不是完全相同的，但是就它们之间的不同点留出适当的余地，专业人士就能对其真正的价值做出一个合理的估计。在证券市场中，出色的证券交易商也同样会把一只证券与他所能找到的其他相似证券进行比较，考虑它们的不同之处，再估计其出售价格应该为多少。他也十分关注证券价格总体水平的变动趋势，这时，他必须通过将证券市场的当前状况与过去某段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时间发生同样状况时进行比较，进而做出判断。

仅仅用一章的篇幅，哪怕只是单独讨论影响证券价值和价格波动趋势最重要的因素都是不可能的。然而，要回答“什么是投机”这个问题，也许我们已经说得够多了。事实上，投机与投资是密不可分的。投资者必须承担一定程度的投机风险，明智的投资者会寻找谋取投机利润的方法。如果他有时间、兴趣和能力，那么一个投资者就会优先于资本的股利和利息收益而进一步去谋取投机利润。通过这一方式他也对投资者提供了颇有价值的服务，扮演帮他们寻找盈利最多的投资渠道的增值代理人角色，增加投资证券的市场流通性，并且对主要服务于投资者的金融机制提供支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

市场的机制

走进美国任何一个大城市的金融区，随处可见那些门窗上显眼的标志。在公司或事务所的名称下面，还有各式各样的说明。“纽约证券交易所会员”这样的字眼儿是最常见的，还有诸如“经纪人”、“投资证券”、“投资债券”、“银行家”、“交易员”、各种证券的“专卖人”等各种描述。即便两个事务所用完全一样的字或词来描述业务，他们在运作证券的种类方面和提供给其客户的服务质量方面可能也是截然不同的。众多的为投资者和投机者提供服务的公司是投资与投机机制中的一部分，这个机制将美国人每年差不多 1000 万美元的积蓄分送到回报率或多或少的各种投资渠道，并维持着这样一个数以亿计的证券流通市场。这个机制如此复杂，它和个人接触的机会非常之多，以至于经常是盲目的机会而不是理性的选择就让带着钱的人迈进了证券市场的大门。

美差的代理人

通常来讲，那些交易证券的人可以被分成两类：证券商（或叫投资银行家）和经纪人。前者的公司通过他们自己的账户大批买入证券，然后再零售给投资公众。这基本上是和街角杂货商成桶买入食糖，然后以每份 5 磅零售的类型完全相同。而经纪人提供的则是完全不同的服务，他就是那种美其名的“差使男孩”——代理人。一旦收到客户买入或卖出的指令，他就要以最优的价格为客户寻求一个卖家或买家。借此服务他将获取一小笔佣金。经纪人的佣金通常仅仅是投资银行家们依法拿走的利润中的很小一部分。尽管经纪人和投资银行家的功能不同，但许多公司还是同时涉足于这两种类型的业务。比如国内一些知名的经纪人公司也在积极买卖证券，包括债券和股票。而一些大的投资银行都设有活跃的证券部，该部门以佣金计费形式承接各大市场上的股票交易订单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商业银行家

证券交易商大部分是投资银行。我们的城市、乡镇、县、州、铁路、公共事业和工业公司募集的长期贷款，几乎都是通过把债券发行给国内的大商业银行家的形式获得的。而股票的发行则通常不是这种方式，也并不像债券那样分发到投资公众手中。一大批投资银行只从事债券买卖业务，他们安排成百人专门交易一两种债券，比如市政债券、房地产抵押债券，或者公共事业债券。投资银行派出数千名销售人员在他们的家庭成员、商店或者办公室里寻找投资者，以卖出他们已经买入而必须加价出售的债券。这些销售人员和他们所代表的公司，通常仅对他们已经买入的证券感兴趣。对于其他的证券不太可能有详细的了解或者明智的观点。

债券的业余投资者

投资银行很少关心或者根本不关心投机者。他们提供的证券大部分有固定的回报率，资本增值机会很小。在债券牛市，有时发行一种债券受到追捧，市场价格会立即上涨2个或3个百分点。那些习惯以此获取小利的投资者不会被投资银行当作理想的客户。投资银行喜欢那些买债券是为了取得收入，并且通常会长期持有债券的客户。那种为短期利益而买债券的人被称为“乘客”。他们很少在这种交易中获取大额利润，而且通常会令自己以后再也无法从跟自己打交道的投资银行那里获得好处。这种投机性操作是典型的业余债券买家的做法，他们对债券一知半解，却把自己当作行家。

股票融资

一般的投资银行偶尔发行优先股和有优先权的证券。就像一个公司想募集新的资金就发行债券一样，优先股发行和出售也是为了同样的目的。为了保持良好的资本结构，那些必须向社会公众寻求新资金的成长型公司被迫去发售股票——普通股和优先股，来支持他们不断增长的长期债务结构。近几年，公共事业公司发现，在很多时候，把他们自己的股票直接卖给他们的客户是可能的，他们会设置一个固定的部门来办理这种证券首发业务。很明显，对于那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是偶尔的，间隔很长时间才需要新资金的公司来说，没有比使用常规方法发行股票更好的了。

普通股权益，特别是工业公司的普通股权益，通常是靠对盈利的业务持续再投资而不断提高的。只有在特别有利的市场条件下，公司，而不是杰出的个人，才能够靠发行普通股来融集资本。在 1924 ~ 1929 年的大牛市临近顶峰时期，许多大公司靠发售普通股以全部或部分摆脱长期债务，但是在 1929 年之前，这些公司中只有不到五分之一能够有效甚至可能地推行这一计划。当这种融资方式可行时，股票常常是直接被公司发行给现有的股东，而不是普通大众。这种类型的股票可能被投资银行家们包销，他们会收取小额佣金来买下没有股东认购的股票。

普通股的起源

投资银行大量出售普通股通常是源于一个公司里的大股东要转让其全部或部分的股权。一位成功的企业主可能想把资金从公司撤出来再投资到多种证券中，以提高资金的流动性。如果两个竞争性公司合并，失去控制权的弱势公司的所有者可能有同样的想法。近些年来，一些类似的动机导致了许多十几年前被称为“内部持股公司”的股票得以大量上市发行。在这些公司股东广泛发行证券的好处还没有显现的时候，投资银行家们就已经毫不犹豫地指明了这一点。而那种足以保证公众利益的大企业，现在实在是像“母鸡的牙齿”一样少之又少。因为公众根本没有机会购买其股票。

有组织的市场

除了那些成批认购债券或股票，然后再零售给他们客户的公司之外，还有许多只做经纪人的公司，这些公司往往是国内一个或多个证券交易所的会员，而纽约证券交易所就是证券交易所中最大的一个。除了国内最大的证券交易所之外，还有纽约场外证券交易所，为不断增长的股票上市交易提供市场。在其他大城市，从波士顿到旧金山，也有大小不等的证券交易所。到目前为止，绝大多数证券投机交易都在这些证券交易所的交易大厅进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



梧桐树下

纽约证券交易所的历史可以很自豪地追溯到美国独立战争时期。与其他的战争一样，那次战争之后紧接着就是国债融资。在当时情况下，国家向投资公众发行了 8000 万美元，年利率 6% 的“股票”。战争结束之后，费城和纽约成立了很多银行，随之也有了政府证券和银行股票的交易市场。很快，作名为证券买家和卖家服务的经纪人，成为很多人的职业。很偶然的机会，经纪人们形成了在一棵古老的梧桐树下商谈的习惯，这棵树屹立的位置就是现在的华尔街 68 号。无疑，他们中的一些人试图通过削减佣金水平寻求商机，甚至可能到了让客户根本无利可图的地步。不管究竟是什么原因，他们不得已建立了一些简单的组织。1792 年 5 月 17 日，24 位经纪人签署了如下协议：

> 我们，购买和销售公共股票的认购者、经纪人，彼此之间庄严宣誓，自今日起，不向任何人以低于交易额 0.25% 的佣金去买入和卖出任何类型的公共股票。在交易协商中相互之间要给予优先权。

这只是个小小的开始，在之后的许多年中进展缓慢。25 年后这些经纪人成员们才发现他们需要一个交易场所，这就是证券交易所。证券交易所成立的早期年份的资料，现如今保存下来的很少，而早期的交易机构似乎曾经有过许多驻所，甚至包括一次火灾后临时避难用的干草棚。正是在这卑微的起源之后，现如今这个壮观的交易机构的大理石塔顶巍然屹立在百老汇和华尔街的上空，在它的交易大厅里，每个月有价值数十亿美元的证券被转手交易。它的成长就是美国发展的必然结果。这样一个提供信贷和所有权交易的自由市场，自然是现代文明的必要组成部分。

严格的道德规范

阅读证券交易所最初的组织协议，我们可以发现创始人的两个动机：保证佣金水平和保护会员免受外来竞争。如今详尽的规章将佣金比例固定了下来，因此可以保证其会员在其允许交易的范围内垄断证券买卖。与现代商业惯例一致，它也主要致力于保护会员经纪人的客户的利益。很可能如今再没有其他交易活动比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约证券交易所的会员有更高的道德水平了。

证券交易所可以被看作是商会或是私人俱乐部。后者是更常见的一种比喻。证券交易中心由1375名会员组成，它为会员们的交易活动提供各种设施，同时为他们相互之间的交易活动制定高标准。证券交易所的另外一个目标是“推进和倡导公平、平等的贸易与交易原则”。由一个具有特定管理权的管理委员会和各种分支委员会对交易所进行管理。一名会员如果被大部分管理委员会成员认定蓄意违反规定，或者有任何“违背贸易公平与平等原则”的行为，就可能被暂停资格甚至开除出市场。不仅任何会员的不法行为会受到快速而严厉的惩罚，证券交易所当局也同样要采取必要行动以保证交易所是一个自由和公开的市场。如果一些不明智的个人企图囤积一只上市股票，他将突然发现自己没有市场去处理所持股票，因为市场管理者已采取了停止这只股票交易的行动。在1914年战争爆发之后的几个月里，曾发生过一两次由于证券交易所自身停止交易而引起极度危机的情况。

经纪人开始业务

想成为证券交易所会员的经纪人，必须先从要退出的会员那里购买一个“席位”，价格根据市场情况而定，最高可达50万美元。然后，在进入市场时，他必须说服委员会里三分之二的成员相信他是一个品质高尚、其他方面也合格的公民。当通过了这些测试之后，他就可以在办事处的门窗上把“纽约证券交易所会员”这样的字眼贴在公司名字下，同时也有了走进交易所大厅处理其客户的订单的权利。一旦他发现去寻找订单比执行订单更有利，他可能通过“两美元经纪人”来处理其所有客户的订单。后者就是帮助其他会员执行订单的经纪人，通过服务收取客户佣金的一部分，这里所说的佣金是由最先发起交易的非会员客户支付的。

经纪人的第一份订单

我们假设，通过詹姆士·麦迪逊先生的当选，詹姆士·麦迪逊公司已经成为证券交易所的会员。他本人现在正在交易所的大厅里。这时公司的第一个客户走进公司办公室，递交一份要购买100股艾奇逊公司股票的订单。公司职员马上将这个订单经由专线传送到公司设在交易大厅边的经纪人处。接线员会让麦迪逊先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生的号码在墙上两个信号板上闪烁。他看到后会快速来到自己的经纪人位拿到这份订单，然后走到艾奇逊公司股票专卖位。也许在这里他会发现有另一个经纪人正有一个卖出的订单，或者正从艾奇逊公司股票的专卖人那里购买股票。如果这个订单的客户限定价格与当时的市场价格相差很大，麦迪逊先生就可能把订单留给那里的专卖人，专卖人会把订单记入自己的账簿，最终以“两美元经纪人”的身份去执行它。专卖人是艾奇逊公司股票专卖位的交易商，也可能还负责其他几只股票的交易。他可能用自己的户头买卖股票以赚取少量的利润，或者是做“两美元经纪人”。交易所规定，在后者职位下交给他执行的订单要优先于他自己的贸易，同时他也被禁止在同一笔交易中既赚取交易员利润又赚取佣金。专卖人的存在保证了每只上市股票都有持续不断的市场。

零股交易

麦迪逊公司接受的下一份订单可能是售出 25 份通用电气的股票。这份订单及时地由交易大厅边的接线员，转达给了与麦迪逊公司交易的零股经纪行里通用电气公司股票专卖位的代表。这里有许多类似的零股经纪行，随时准备买入或卖出零股（少于 100 股）股票。如果通用电气股票的预计售价是 82 美元，零股经纪行就将以 81.875 的价格买下这 25 份。对于定价更高或更不活跃的股票，这个八分之一的价差——可能会增加到四分之一或更多——以补偿这个零股经纪行以这样的方式购入 100 份股票，而未来市场价格也许跌破购入价所带来的风险。正是有了这些零股经纪行，小投资者和交易商才能够与那些订单以 100 份为基数的客户相比，以最低的劣势去买卖上市交易的股票。零股交易是扩大和稳定上市股票市场的重要因素，创造了大部分的交易量。由于设备所限，股票自动收报机无法报告零股交易，它只能处理在活跃的市场中进行的整批交易。

在这个购买 100 份艾奇逊公司股票的例子中，卖家可能不是专卖人，也不是其他的经纪人，而只是个场内经销商。场内经销商也是交易所的会员，他用自己的账户买卖股票，追求的是小量而快速的利润。他每天机警地逡巡于交易大厅，寻找着转手的机会。但股票过户税对于场内经销商来说是一个很大的不利条件。每卖出 100 份面值总计 100 美元的股票，州和联邦政府就要征收 4 美元的税。如果卖出这 100 份股票的利润率是 1/8，纳税后其净利润就成了 8.5 美元，如果卖出股票亏损 1/8 的话，纳税后相当于净亏损 16.5 美元。要想保本，场内经销商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就必须在每三笔交易中正确判断两次。在此税项开征之前，交易所内曾经有 200 多个场内经销商，但现在这个数字已大大减小了。

严格的交割条例

当詹姆士·麦迪逊已经为客户购买了一大批的股票后，无论是从其他经纪人那里买来的，还是从市场专卖人、场内经销商、零股经纪行或“两美元经纪人”那里买来，在交易完成之前还有许多事情要做，下一步就是交割。根据证券交易所的规定，卖家必须在第二天下午 2 点之前交割股票给买家。这是“正常”的交割。买卖双方也可以采取其他契约方法。一个加利福尼亚州的投资者如果将自己的股票存放在旧金山的银行保管箱内，他售出股票的话就肯定无法在第二天完成交割。可能他经纪人所在的纽约办事处有很多替其他顾客持有的股票可以去交割，临时从其他账户借来足够的股票直到这个西部客户的股票到达。如果这个方案不可行，这笔销售可能按“卖者 7 天”约定执行，就是给予卖家额外的时间让他把股票送到纽约，但成交价格将明显不同于正常交割情况下的价格。对于正常交割的股票销售，如果股票不按时交付，买主有权“照章执行”买进股票。证券交易所严格的交割条例，让那些在著名的“1901 年囤积事件”中卖出北太平洋公司股票，而等着之后与欧洲持股者进行交割的场内经销商付出了高昂的代价。

结清股票交易

为了把交易大厅交割手续的实际工作量减到最低，1892 年证券交易所组建了一个交易清算系统，所有最活跃的上市股票由股票清算公司为会员进行清算。假设詹姆士·麦迪逊公司卖出 300 份美国钢铁公司的股票给约翰·亚当斯公司，而后者之前已经出售 300 份给 B·富兰克林公司。每个公司将在当天结束时发送给清算公司一张交割票，上面记载着自己已经卖出的每批股票，还有一张接收票，上面记录着自己的每一笔买入。交割票将会指令清算公司从自己的账上把股票交割给购买者，接受票会指令清算公司将股票从卖家转入自己的账户。把所有从清算公司会员那里收来的票据相比较，将会发现其中许多可以互相冲销。在上面这个例子中，清算中心可以直接把 300 份钢铁股票从詹姆士·麦迪逊公司交割给 B·富兰克林公司。比起没有清算系统的时候，这样做可以减少一个必需的交割程序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公告板和指示棒

前面已经粗略地描述了在交易所大厅会发生的一些情况，以及经纪人之间的交割问题，现在让我们转向经纪人的办事处。一般的客户很少了解交易后台的复杂机制。在典型的经纪人办事处里有一个行情室，里面有块大黑板，主要的股票交易活动被列示在上面。一个办事员站在股票价格自动收报机前，不断打印出的纸带上显示着证券交易里所发生的股票交易。他会念出主要股票的交易行情，公司职员则把最新的价格贴在黑板上。站在黑板前的客户随时都可以知道当天主要股票的交易情况、开盘价、最高价、最低价和最新报价。交易所大厅的执行速度是如此之快，报告系统是如此完美，以至于一个远方城市的交易商，在一般情况下，从下达一个订单，到收到交易确认函，再到自动收报机打印出报告，这一切在两分钟之内都能全部完成。然而不幸的是，上市股票的迅速增加和交易量的增长，已经超出了自动收报机对这个活跃市场的报告能力。在 1929 年 10 月和 11 月大恐慌的日子里，自动收报机有时候滞后于市场数小时。在这种情况下，准确信息的难以获取，大大加剧了交易商的情绪失控，无疑更加速了市场的下挫。

保证金交易

提交订单购买 100 份钢铁公司股票的客户可能是一个现金客户，但也更有可能是一个信用客户。某种落后的公众观点认为，采用保证金形式交易股票是一件丢脸的事。不幸的是，这个词偏偏只是与股票交易相联系，没有人会谈论别人以保证金方式买了房子、汽车、收音机。其实，在这些财产形式中使用信用，与购买股票时使用信用完全没有两样，都需要一笔初始保证金。由于汽车和无线电设备这类财产贬值速度很快，因此卖家提供的全额贷款就要求买家必须以分期付款的形式偿还。房子是更长期的资产形式，对以其价值的适度比例所做的抵押贷款，其回收可能会无限期延长下去。如果是赊购证券，经纪人只要求客户的贷款和证券价值之间保持合适的保证金比例。

那些兜售垃圾证券的奸商常常散布反对保证金交易的言论。那些涉市未深弄不清楚投机和赌博有什么不同的人，往往被这种言论所蛊惑。这种观点打动支持者的关键在于以下所谓事实：打算出售的股票不会被任何理性的银行或经纪人接受为贷款抵押物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个交易商以125点的价格购买100份CAN公司的股票，假如这是他的第一笔购入交易，他必须首先在他的经纪人那里存入一笔最低存款作为保证金。根据市场情况，这个保证金可能从1500美元到5000美元不等，余额则由经纪人提供，这笔余额资金的全部或绝大部分是经纪人从银行贷款来的。他将向他的客户索要一个比他付给银行的贷款利率稍高的费用，这样他除佣金之外还能在利息账户上赚取一些报酬。因为经纪人对银行贷款的需求总在大幅波动，因此大部分都是活期贷款，利率每日浮动，每天都会公布在股票自动收报机上，它是交易商密切关注的市场技术条件重要指标之一。证券交易所股票的抵押贷款实际上是没什么风险的，因此全国的银行和其他贷款机构都把这种方式作为他们剩余资金的投资工具。尽管活期贷款为投机活动提供了大量资金，但是这些资金是需要按期偿还的。这类贷款的期限一般为60天或6个月。

场外交易

在证券市场，经销商名录绝对不是那些投资银行和证券交易所通过简单的讨论就能掌握的。投资人广泛持有的未挂牌上市的证券种类，比在国内大型证券交易所上市的数以千计的股票和债券数超出很多倍。有些证券经纪人只交易上市公司证券，当然也有一些经纪人在交易未挂牌上市的证券。在一些金融杂志上，读者会看到这些经纪人广而告之开列的很长的需求和待售股票名单。如果某个经纪人在他所提供的需求股票列表中有Continental Gadget公司股票，那表示他正在为客户寻求这只股票的买主，或者他正以自己的账户出售这只股票。未挂牌上市证券的投资者和交易商都应该知道，交易商和经纪人进行交易时是不受纽约证券交易所任何严苛的条例管制的。他们寻求低买高卖，除了良心和竞争外，他们的利润和佣金不受任何其他限制。在未挂牌上市证券市场上，没有在众多眼睛审视下的专卖位来进行的Continental Gadget公司股票的全部交易，有的只是“购者自慎”的交易规则。

未上市证券的交易商力求靠勤劳来赚取佣金或最大可能的利润，电话是其主要的工具。他通过寻找其他交易商报价单的方法为自己手里的证券寻找市场。如果他发现一个经纪人想以81美元的价格卖给他Continental Gadget公司股票，而另一个正想以82美元买入，这就是他的最大收获。有时会有这样的事，纽约的一个经纪人从加利福尼亚经纪人那里买入股票，再加价卖给就在同一栋楼里的另一个加利福尼亚经纪人。一般的投资者在和精明机灵的专卖人进行交易的时候会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



处于不利地位，特别是当他不是一个老客户的时候。同时，投资者或投机者应该学会如何在未上市证券市场上交易，因为这个不起眼的市场经常就藏着真正的便宜货。

股票拍卖

在纽约、波士顿和费城，拍卖会为一些重要的未上市证券提供一个公开市场。这些拍卖活动通常每周举行一次。当地未上市证券的零售交易通常在此大量成交。当清算财产时，拍卖会又成了那些不出名且几乎不值钱的证券的倾销市场。有时一长列名单的这种证券会被一次性趸售。这种拍卖会吸引那些喜欢在沙子里淘金的投机商人，偶尔他们以几美元买到的一些证券后来价值几千美元。而对于那些知名的未上市股票，其拍卖价格为交易商的报价正好提供了依据。

如何找到可信赖的经纪人

国内大多数有声望的投资银行家都是美国投资银行家协会的会员。这一组织的成员资格并没有像纽约证券交易所会员资格那样有可靠的保证，但它可以确保成员公司有合法足量的资本，从业至少两年，在竞争对手那里享有良好的声誉。投资者会很自然地询问类似如“一个投资银行家的公司为什么不是这一组织的会员”的问题。对于上市证券投机人来说，他的经纪人非常需要的则是纽约证券交易所的会员资格。根据该组织的规定，会员不能和非会员分享佣金。因此，在这种情况下，一个非会员公司是没有合法途径通过从事上市股票交易获取利润的。一个外地证券交易所的成员可以和一家纽约证券交易所的公司达成互惠协议，拿自己本地客户的业务信息交换对方的客户业务信息。那些有声望的公司将会得到一份以上市股票为客户短期信贷的单据。涉足上市股票业务但不是证券交易所会员的公司是没有生存能力的，就像没有生存技能的人一样，这样的公司是被怀疑的对象。如果一个业余投机者对投机机制一无所知，那他至少应学会区分经纪人和投资银行家，以免日后被“野鸡证券交易所”骗走钱财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

投机工具

无限的视界在想要投机的人面前展开。所有的贸易商品都有可能成为他们贩卖的对象。然而，如果他把交易范围限定为债券和股票，这绝不意味着他是在把他的商业活动范围仅仅缩减至一个狭窄的领域。证券的价值和价格受很多因素的影响。他对黄麻感兴趣吗？那么他会发现该证券价值不仅受商品本身状态的影响，还受到印度气候的影响。或者他自认为是棉花方面的行家？那么他会发现肥料板块、纺织板块甚至某些铁路板块的股票上涨还是下降，都要受到棉花产量预测和棉花期货行情的影响。

在证券市场里，他可能会发现，在证券质量和增值可能性方面，从低价矿业股到政府债券差别很大。他的经纪人在市场随时准备待命购买这些证券，或任何一种这两个极端之间的证券。当然他绝不仅限于投资债券和股票。认股权、看涨期权、看跌期权、选购权证等衍生品都在给他提供投机空间。至于债券，他可能会找到很多细分种类——抵押债券、信用债券、收益债券、可转换债券、附有认股权的债券等。股票同样存在大量不同的品种，优先股、普通股、A 级股、参与分红优先股等。在真正冒险投入金钱买卖这些证券之前，投资者至少应该首先明确以上这些名称都是什么含义，还要对每一种证券的风险和收益的可能性有一定的认识。

没有限制

在证券领域，最基本的分类是股票和债券的区分，也就是所有权和债权的区分。债券是在到期日支付一个固定本金和固定利率的利息的承诺。大体上来说，债务人只需在将来兑现这些已经承诺的事项，而如果经营得好，所有权投资者的获利是没有限制的。这就是为什么自古以来，人们都深信债券本质上是一种投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资，而股票本质上是一项投机。在所有权投资者将失去利润的情况下，债务人也必须兑现他的承诺，否则将招致法律强制执行。

一般地说，购买债券的可能收益就是买价和到期日受偿值或赎回价格之间的差额。可能的损失也同样容易计算，就是债券的买价减去零，如果投资的债券是一个不错的选择，它的票面利率接近货币的市场利率，那么它就会以面值或接近面值的价格卖出，投资它的获利机会就几乎可以忽略了。但是如果它同样是有良好信誉的债券，而且票面利率比货币的市场利率低的话，那么它就会被折价出售。这只债券的售价和面值之间的差额并不能代表一种潜在的投资收益，只是对它票面利率低的一种补偿。一个诚信的投资银行会在出售这种债券时告诉它的买家，这种折价可理解为递延收益，并且可计算出债券的理论收入。

违约债券的收益

当一个债券折价出售时的价格大大低于票面金额，而两者差额在补偿了低票面利率产生的损失之后如果还有剩余时，这个剩余的金额显然就是违约风险补偿金。这种情况就给了精明的投机者一个获利的机会。如果经过研究，投资者认为违约风险要比这个价格暗示的要小很多，那么这个证券就值得一买。假设确实预期到违约风险要发生，或违约真的发生，这个债券的价格也仍然有可能过低。有一个例子足可以证明。在 1924 年 3 月，弗吉尼亚 - 卡罗莱纳化学股份有限公司宣告破产，在这之前该公司债券价格开始暴跌。这次下跌在破产之后持续了几个星期。导致它的第一抵押权债券 7% 的价值在五月的最后一个星期跌到了 53.125 点的低位，使 2250 万美元的公司全部财产第一抵押权债券在公开市场上以不到 1200 万美元的价格出售。投资公众对这个公司的估值为 1919 年的低价——这一年是化学行业最繁荣的一年——确定超过 5000 万美元。可当时，这个公司的确彻底失去了 1919 年那种获利能力，也丧失了很大一部分的营运资本，但是它的固定资产完整无损，它的产品也仍然是贸易市场上不可或缺的。在这种情况下，当时应该会有合理的推想，一个基础工业公司，拥有大规模的固定投资和庞大的业务量基础，应该可以找到方法去恢复营运资本并最终恢复盈利能力。后来的事实证明，弗吉尼亚 - 卡罗莱纳化学公司第一抵押权债券 7% 的价格不仅回升，而且达到了 1924 年低位的两倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当需要耐心的时候

弗吉尼亚－卡罗莱纳化学公司第一抵押权债券的投机者等了不到两年的时间就获得了丰厚的回报。但是如果他买的是另外一只第一抵押权工业债券，如美国书写用纸公司年利率6%，1939年到期的第一抵押权债券，那么他就需要保持更大程度的耐心了。这个公司比弗吉尼亚－卡罗莱纳化学公司早几个月破产，当化学公司已经胜利地走出了低谷，并且重现良好的资本结构时，这家纸制品公司的重组仍然还是一个未知数。这个事实说明，一个拥有大量固定资产抵押物的抵押债券，以低于它的成本甚至低于抵押资产公允价值的价格出售时，并不一定表示投资者就可能快速获利。在这种情况下，被投资公司还必须具有迅速恢复获利能力和优惠条件重组的前景。

一个破产企业的重组过程中经常会发行债券。有事实恰恰证明，这种债券往往是一种非常有吸引力的投机工具。起初，近期破产的事实在投资公众的头脑中掩盖了同样重要的事实，那就是该企业已经动了“外科手术”，正在逐渐康复。如果安排重组事宜的银行家们是一些非常胜任的财务“外科医生”，那么他们必定能建立新的资本结构，并因此可以使公司很容易就赚来所有债券的利息。例如，在Brooklyn Rapid Transit公司的案例中，公司重组时发行了45年期、面值9200万美元、年利率4%的次级抵押债券。尽管这个新成立的公司在之前的几年已经赚得了足够支付债券利息的金额，但它的债券在1923年发行时的价格还是只停留在65.25至74.375点这样一个极端的范围内。根据平均价格计算，该债券的收益率仅不足9%。但在两年内，它的售价就攀升到了90点以上，并且从那以后售价一直高于票面价值。

收益债券的起源

对于那些不能确定在重组中支付利息费用之外还剩多少收益的重组者来说，最喜欢采取的手段就是使新发行债券的一部分或全部为收益债券。这种债券的利息只有在公司盈利且董事会宣告支付利息的时候才支付。当然，有的时候，债券协议中也规定一个收益支付利息的最小比例。这种类型的债券是真正债券和优先股的混血儿。它有明确的到期日，有时候还有抵押扣留权。这种类型的债券可能会在若干年后成为高级投资。年利率4%、1995年到期的Atchison adjustment债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



券现在仍然是收益债券。理论上来讲，它的利息支付与否全凭董事会决定。但它现在仍然被定级为上等债券。这种债券的发行经常是投资者极好的投资机会。1922 年，密苏里－堪萨斯－德克萨斯铁路公司重组的时候，发行了 5582 万美元年利率 5%、45 年期的 adjustment 债券。在被破产监管以后，这个公司 1921 年的收益率是 7.88%，这些债券在 1922 年的售价仍然低于 50 点。但三年以后，这些债券的价格就升到了 90 点以上。

在以上这个铁路公司重组的案例中，有一个有利因素，就是这种债券带有可转换权，是可以转换成同等面值，年股利率 7% 的优先股的权利。现在这种带可转换权的债券在广大投资者中越来越受欢迎。这种可转换权允许投资者选择继续做一个债权人，或者成为公司合伙人，全凭自愿。如果这个公司以后不断发展繁荣，理论上来讲，投资者可以通过把优先股转换成普通股来使自己的收益无限扩大化。如果这种预计的繁荣景象没能真正实现，他也可以选择继续做一个债权人，享有优先于股东按时收取利息和本金的权利。债券可转换为优先股的权利相对于可转换为普通股的权利确实是局限得多，因为优先股只有固定的股利支付率。但是有时候，比如在上述铁路公司重组的例子中，这种转换权还是有价值的。

从债券发行公司的角度来看，可转换债券是一种有吸引力的融资方式，原因如下。我们经常可以看到这种情况，那些只有次级抵押权的债券或根本没有抵押的债券，如果带有可转换权就会被当作“甜头”来买，如果不带可转换权，就根本卖不出去。所以这种债券形式给紧急状态下融资提供了良好的机会。另外，这些债券有可能最终转换成股票，从而消除公司相当大一部分的固定费用，并且可以改善公司的资本结构和信贷状况。

确定事项投机

从投机者的角度来看，购买可转换债券可以称为“确定事项投机”。如果购买了这样的债券，那么投资者就买到了一份安全程度很高的固定收益。而他发生损失的风险也不比任何其他不带转换权的债券大。同时，他还得到了额外收益的可能性，额外收益额可以这样计算：普通股应得红利－（转换价格－股票市价）。相当于用最小的风险获得了无限的获利机会。

从公司的角度来看，固定债务在未来很可能通过债券转换得以减少或消除，这样的前景相当具有吸引力。附认股权债券是一种可转换债券的变体，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与可转换债券有些不同，有时可以带来更多的好处。这种债券附带的认股权是一种债券持有人在指定的期间内，以确定的价格或确定的价格区间内购买特定数量、特定种类股票的权利。对于发行债券的公司来说，这种债券给了他们更大的弹性空间。比如说，一个公司的股票现在售价15美元，每1000美元的债券有可以转换成不超过50股的股票转换权，这可能无法吸引投资者购买该债券。相反，若每1000美元债券附带以20美元的价格购买10股股票的认股权，它就会有足够的吸引力了。在第二种情况下，导致股票供应数量增加的比例只是第一种情况的五分之一，增加发行的股票对于公司控制权的影响也因此大大降低。

可转换债券只是给发行公司带来了发行所得，但是对附认股权债券来说，如果将来认股权被债券持有人执行，就会增大公司的资本。投资者宁愿选择附认股权债券而不是可转换债券，因为前者不仅能提供股票购买选择权收益，还能使他保留债券投资权益。而对于可转换债券来说，想得到转换后的收益就必须放弃债券投资收益。

过去，投资者从可转换债券和附认股权债券中，获得过高达原始发行价几倍以上的相当可观的收益。当然并不是每一只债券都能带给投资者如此可观的收益。投资者必须清楚地知道他购买的是一只债券，只是附带有转换成股票或购买股票的权利而已。首先要考虑购买债券的风险性，其次再考虑转换权或认股权是否有可能获利，是否这种债券的价格十分接近不带附加权力的债券，以使他没有为附加权利支付很高的价格。这种债券被称为“确定事项投机”更合适，因为理论上来讲，它以最小的风险提供了获取无限利润的可能。但很明显，如果投资者只是因为该种债券可转换或附有认股权就去购买，这和单纯因为债券是第一抵押权就购买一样不明智。

二十只可转换债券的记录

1922年，20只可转换债券公开发行，那些买了的投资者可能在接下来的三年中有了非常多次的精神紧张经历。在此期间，20只债券中有4只债券不能履行支付义务，还有2只债券的发行企业自愿重组。这种失败率已经远远高于债券市场的平均失败水平了。尽管如此，在1925年12月31日，这20只债券的价值总和比他们原来的发行价格总和还要略微高一点。做这个计算的前提假设是，在1925年之前被赎回的债券要么是以约定价格被赎回，要么已经转换成了股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



取两种可能性中收益更高的那种。如果债券已转换成股票，就取该股票的价值作为债券价格。基于以上假设，这 20 只债券的合计价值在 1925 年末是 19740 美元，而它们的合计发行价格是 19667.5 美元。这些债券的发行价格从 88 到 101.75 美元不等，在 1925 年 12 月 31 日，它们的价格从 33 到 181.125 美元不等。

粉饰的例子

事实上，几乎所有经验丰富的投资者都可以看出，1922 年发行的很多债券几乎是没有投资价值的。20 只股票里，有 7 只只能或者主要转换成优先股。在这种情况下，我们很容易看出，这种转换成优先股的权利只是纯粹的粉饰，以帮助企业经营者更容易将这些债券售出，却不能给投资者任何真正的收益机会。在排除了这 7 只债券以后，我们发现其余的 13 只债券发行价格合计数是 12877.5，而在 1925 年 12 月 31 日售价合计数是 13647.5。此处，现实的收益并不可观，但任何一只债券的选择都是随机的。另外，这 20 只债券的实际收益率是 7.06%，这已经大大高于 1922 年保守的投资者们的投资回报了。在 1922 年购买了那些可转换为普通股的债券的投资者们，在没有特别仔细研究这些债券质量的情况下，在这段期间里都获得了很好的投资收益。

在以上这种理论研究中的实际困难是没有考虑心理因素。比如 1922 年发行的这些债券，就包括了弗吉尼亚－卡罗莱纳化学制品公司发行的年利率 7.5%、1937 年到期的可转换债券。在 1925 年 12 月 31 日，这种债券售价为 99.75 美元。假设这些债券一个最初的买家持有这些债券一直到 1925 年底，那么他一定具有很大的勇气和耐心。在该公司被破产监管后，它的债券价值曾跌到了 27 美元，其投资者很可能会认为一个大大低于 72 点的涨幅，就已经是一个从危险的投机阵地撤出的绝好机会了，他们很难等到最高的价位。

直接行动

购买可转换债券的交易商实际上是在进行一个相当谨慎的投机。他的投资只有在可以被转换的股票价格上涨，且涨幅大大高于转换价格时才是盈利的。而转换价格通常高于债券初始发行时该股票的价格。如果预期这些股票价格上涨，那么为什么投资者不直接去购买股票，然后获得买卖股票的收益呢？实际上，这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是很多投资者做的事情，直接去购买股票，而并非去购买认股权。他们选择直接成为公司股东，而不是间接的。

当然，市场上有很多种股票供投机者选择。但是一般而言，购买了一家公司股票的人就成为了这样一个股东——对公司债务负有限责任，也许在管理层有一定发言权，并通常有一定的参与分红的权利。但他本质上还是公司的一个股东，他在公司中的地位在很多方面与债券持有人都是不同的。

不同种类的股票

对股票进行分类时，人们通常先把股票分成普通股和优先股两种。近些年，公司的融资方式变得越来越复杂。流通在外的股票除了优先股和普通股外，还包括参与分红优先股、有优先权的普通股、A 级股、创始人股、管理当局股等不同类型。两只不同的优先股在他们的优先程度和限制条件上可能相差很大。因此，从投机者的角度来说，任何一类股票的好坏不能一概而论。每一只股票的价值都必须单独判断。

一个公司的优先股股利是有优先于普通股发放的权利的。在发放普通股股利之前，公司董事会必须首先宣告固定支付率的优先股股利。通常来说，优先股的股利是可以累积的。如果公司在一些年度无法全额支付优先股股利，那么在以后年度，它必须把以前拖欠的这些优先股股利全部付清，才能开始分配普通股股利。另外，在资产清算时优先股股东也通常相对于普通股股东享有优先权。由于自愿清算的情况在现实中发生得比日全食事件还要少，这项特权并没有什么重要的实际意义。优先股通常设定一个高于股票面值的赎回价格。有时候一个发展繁荣的公司会想要赎回它的优先股，所以赎回条款对于优先股来说还是比较重要的。

一般来说，优先股对于投资者的吸引力较债券更小。如果优先股具有长期良好的股利和收益支付记录，就是一个非常不错的投资对象，那么它的价格就会非常稳定，很少波动。由于股利率是固定的，只要股利的安全性有保证，发行公司的持续发展繁荣对于优先股股东并不重要。

举例来说，在 1924 ~ 1929 年的牛市，美国罐头公司 7% 股利率的优先股由于不可赎回，其价格从开始的 109 的低点很快上升至一年后 145 的高位。这对保守的受托人来说，是非常令人满意的一个结果。但是与普通股的业绩比起来，那就是小巫见大巫了。即便考虑到 50% 股票股利的发放和面值降低的影响，这个低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



级股价格还是从 1924 年的低点 16 美元上升到了 1929 年的 184.125 美元的高位。所以在企业发展繁荣时期，普通股持有人的优势不言而喻。

从另一方面来说，在发行公司陷入危机的时候，优先股发生损失的可能和普通股一样。除了按美国法律规定持有双倍负债的银行股票之外，优先股和普通股的投资者一样，损失都不会超过其投入的 100%。

可转换股及参与分红优先股

优先股可能像债券一样有可转换权或附带认股权。在这种情况下，投资者只是获得了一个普通股的认购权，这样比直接购买风险更小一些。但是对于享有参与分红权利的优先股来说就不一样了。这种类型的优先股投资者可以首先得到一个固定利息率的股利支付，还可以在一些设定的情况下获得额外的利润，比如当董事会想要给普通股股东发放高于既定利率的股利时。那么市场上对这种股票的青睐就会像对普通股一样，而且持有者还可以同时保持自己的优先地位。当然如果该优先股有可赎回的条款，这种股票价格上升的可能性就很有限了。

"优先普通股票"、"参与分红优先股"或者"A 级股"其实实质上都是优先股的一种，投机者必须对这些类型股票的条款进行详细研究，了解这些股票在公司资本结构中所占的真正位置。国家现金出纳机公司 A 股就是一个没有投票权，完全参与分红，3 美元年股利率的优先股。在每年得到每股 3 美元的固定股利后，这些股票与普通股一样参与后续利润分配。对于福克斯影业 A 级股来说，它与 B 级股的不同就在投票权方面。这两类股票都有 4 美元的固定股利支付率，但只要持有少量 B 级股，就有权在公司选举出大部分的董事会成员。

受欢迎的优先股

在股市出现暂时性低迷的时候，不仅那些参与分红的优先股和可转换的优先股受到投资者欢迎，就连普通的优先股也会受到青睐。在芝加哥、密尔沃基和圣保罗铁路公司的例子中，他们公司的优先股就比普通股更加受欢迎。这种情况在其他许多公司中也时常发生。特别是当一个未支付股利的优先股是累积优先股的时候，它就更成了活跃的投机工具。如果这样的股票已拖欠股利金额累计等于它的市价大部分，而售价又低于 50 美元的话，那么投资者将会发现这个公司值得关注的一些复苏迹象。当然，在事实上，这种被拖欠的股利在以后年度很少用现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金支付，股权人一般都愿意接受新的股票来代替现金支付。在牛市的上升期间，现金支付股利的替代方式前景如何，通常是热衷于股票投资的人很好的话题。

普通股的利润不普通

普通股是一种常见的投机手段，代表了一个公司的股东权益，也就是总资产减去所有负债，再减去优先股股东和其他高级股东的权益之后的余额。普通股股东有权获得公司净收益支付完利息费用、所得税、租赁资产的租金，以及优先股股利之后的余额。由于普通股股东对于资产和公司收益的要求权排序在最后，所以在企业情况不好的时候，他们是首先遭受损失。作为补偿，当公司繁荣的时候，债权人的利息和优先股股东的固定股利被支付了以后，只有他们可以获得公司剩余利润。在资本市场的历史中，我们可以看到很多开始很一般的企业最后有非常惊人的盈利能力的例子。一家制造某种安全剃须刀的公司所有者，见证了他们的投资价值在不到 10 年的时间里，从1600万美元上升到了 2 亿美元以上。当然这种巨大的成功是十分少见的，但是随着世界财富和文明社会的人口不断增长，几年的时间里企业价值就获得两三倍的增长是十分常见的。只有普通股的股东，不是债权人，也不是优先股股东，才能在这种企业成长中获益。

管理层轻易不解散

普通股股东不仅享有在债权人和优先股股东之后对企业资产和收益的要求权，在理论上，他们通常还控制着公司的管理层。优先股股东可能有也可能没有投票权，普通股虽然因投票权不同而有不同的分类，但是总体上来说，公司的管理层是由普通股股东投票选出的。当公司股票被分散持有的时候，这种投票权并没有什么实质的意义。小股东们投票维持现有的管理层是必然的结果。所以实际中，管理层的决策经常会与股东的利益相抵触。比如，在企业繁荣的年代，股东们可能希望能多得到一些股利支付，但是管理层往往更希望把利润都留在公司的账上，以使公司实力更强，名声更为显赫。对于一个连续多年经营业绩较差的公司来说，股东可能会希望尽快清算，尽可能地拿回他们的初始投资并再投资于更有利的领域。但是如果这样做就会令管理层解体，所有人员，从董事长到办公室人员，都要另谋高就。而这正是自愿清算基本不会发生的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对政策的猜测

在预测股票的价格走势时，投机者必须考虑的一个因素就是公司管理层要采取的政策。比如，他不能确定公司到底会拿出多大一部分收益来作股利分配。投机者必须假定该公司绝对不会自愿清算。所以，关于公司账面价值和市场价值之间关系的假设是没有逻辑基础的。要确定公司的普通股市场价值，并不是只用公司的账面资产价值减去债务和其他高级权利那么简单。

投机者主要的兴趣都集中在普通股上。他应该了解债券和优先股，积极寻找投资于这些领域的机会。但是，他大部分的资金还是会选择投向在世界各大城市的证券交易所里上市的，以及由大量经纪人场外直接交易的数千只普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

股市风云——涟漪与波浪

研究证券市场的人都知道，证券价格总是波动的。一次，当股价持续下行时，一个投机新手问拉舍尔·赛奇是否股价将反弹。他简短地回答："股票历来如此。"

假如这个几年前的新手曾对于像美国电话这样的老牌股票的市场记录进行过调查，他将发现，经过多年之后，这只股票的价格波动范围表现为最低 90 美元，最高 150 美元。大约 20 年间，这只股票只在市场处于恐慌状态时卖价才低于 100 美元，正常年份通常的波动范围是最低 115 ~ 120 美元，最高 135 ~ 140 美元。"多么简单!"这个新手会说，"我要在 120 美元时买进美国电话公司的股票，到 135 美元就卖出。那样的话，我除了可以得到不错的股利收入，还可以几个月就赚 12.5%。"

理论上来说，这样一个计划是无懈可击的。但是在实践中它将很快失败。1917 年，实施这一计划的投机者很容易地以 120 美元的价格买入了美国电话公司股票。接下来，他将等待 7 年来获取这 15 个点的利润。同时，他固然应该已经收到 6.67% 的回报，但是他不得不持有这些股票经历一次大战的风险，一次强烈的通货膨胀和一个严重的经济衰退。用不了 7 年，他就很可能已经完全放弃了投机，至少已经大大修正了他的投机理念。如果他坚持了，他应该也在有记录以来最大的牛市到来初期就已经抛售了该股票。

这个新手很快就会知道，这样一个简单的计划根本不会生效。然而他的经历不会动摇他相信的真理——股价是不断波动的。确实，这个新手进步的下一个阶段——许多交易商根本不能超越的阶段——随着股价每天和每周大幅波动的观察结果一起到来了。找一只比美国电话公司股票更加不稳定的股票，他很快会注意到该股票在几天之内就会波动 5 ~ 10 个点。这明显是一个真正的获利机会。然而，在纽约证券交易所有几百只相当活跃的上市股票，更不用说那些在场外或其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他证券交易所里交易活跃的股票了。交易商究竟应该选哪一个作为投资对象呢？他应该买还是应该卖呢？

大学教授的答案

一个大学教授可能这样处理这个问题，首先试着分析影响股票价格波动的原因。在确定了原因之后，第二步，在逻辑调查中，分析每一只股票的情况以发现哪一只处于买或卖的最佳时机。很显然，这样的调查需要太多的时间、思考、精力和知识，大大超过了一般的交易商能够付出的程度。基于这样一种情况，“务实”的商人是无论如何不屑于通过这么费力的方法去解决投机问题的。他的邻居乔·史密斯不是在去年通过与5.15次列车通勤同伴的闲谈，就在股票市场上投入10000美元吗？他认为乔做生意的能力很差，如果乔能在股市上赚到钱，那么投机一定是个很简单的命题。

已经决定要冒险尝试一下，我们的新手走进一间经纪人事务所并介绍了情况。他决定拿口袋里的钱去冒险投机，他急于出手。如果他不是一个乐观主义者，他就不会进行这次冒险。因此我们谨慎地假设他的第一个订单是买入股票。也许他将根据一些熟人的谈话内容，买入一个他认为会发展繁荣的公司的股票。也可能是买入金融报刊推荐购买的股票。如果没有这些渠道，他还可以以每年40～5000美元不等的价格购买“服务”，订户可以得到的是服务报告，种类非常之多。如果交易商决定寻求经纪人给予这方面的指导，那么可以肯定的是，负责处理他的投资业务的人会给他很多建议。

活跃股票的优点

当下定决心之后，这个初出茅庐的交易商可能去观察股票自动收报机的交易记录。他会注意到，一些交易出现的频率相对较高。在一个典型的交易日，六七百只股票中最活跃的十只股票的交易量很可能占到交易总量的30%～40%。把股票操作集中在这些主要的活跃股票上有明显的好处。业余投机人很可能只选择这种股票，因为其交易情况随时可见，更重要的是它流通性非常好，并且对它的股价有影响的重要新闻必定出现在报章的显著位置。

也许这个新客户会选中通用汽车这只股票。报价纸带上显示的这支股票交易如下：GM 3·48 5·48⅛¼。替证券经纪人拉生意的人会向他解释这些符号的意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思：成交量 300 份，价格 48 美元，接下来成交 500 份，价格 48⅛美元，然后成交 100 份，价格 48¼。提交一份 100 股的购买订单，他可能很快发现交易成交了，成交价格也是 48¼。如果他又看到晚报上显示通用汽车股票的收盘价是 49¼，他会很高兴，且是没有理由认为这种市场变动有什么异常。

股价波动到底有多快

通用汽车公司现在流通在外的普通股有 4300 万股。该股票 1.25 个点的价格上涨，就表示市场对该公司固定资产、流动资产、管理层、盈利能力和未来前景的评估价值提高了 5400 万美元。没有人会认为这个企业的真正价值会在短短的几小时内发生如此巨大的变化。那么每天的股价波动究竟意义何在?

潜在的买家和卖家

股票自动收报机纸条可以报告一只股票在一个交易日内的成交数量和每笔交易的成交价格。投机者必须去想象或者猜测这些买家和卖家的动机。1000股通用汽车公司股票的买家也许是个投资信托公司，其管理层在全面研究了该公司的收益、现状和前景之后批量购入。而另一家同样精明的投资信托公司可能在同一天将同一只股票成批变现，以投资于更好的赚钱项目。一个个体投资者用即将到期的债券变现所得买入 100 股该公司股票，原因是他认为该公司实力很强，股利收入有保障。一名交易商买入 100 股该公司股票，希望汽车销量的季节性增长将带来这只汽车第一大股的价格上涨。而同时，另一名交易商却决定售出该股票以获取投机利润。遗嘱的执行人往往会卖掉富商在银行保管箱中所有的证券，以便用现金支付遗产。这都是买卖股票的例子，还有更多。

通用汽车或其他公司股票的小幅波动是供需比例不断变动造成的。对于铜这样的商品，消费者的需求量大于产量的情况超过一天甚至一个月可能也不会影响价格。但在股票市场上，一瞬间的股票供应和股票需求的失衡都足以引起价格变动，反之亦然。无论供大于需，还是需大于供，也许是纯粹的偶然，暂时的，但也许就反映了股市的大趋势。具体在什么时候是什么情况，没人能说得出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



罐头公司股价的上升

股市就像大海一样从来不会风平浪静。日常的小波动原因很复杂，难以理解，更多的是持续的股市波动，对其原因进行一下探究可能会得到更多获利的机会。在1930年2月4日~14日这11天中，全部工业股的平均价格从最低点至最高点波动幅度不到2%，但是在同期内美国罐头公司股价的上涨幅度却超过13%。如果一个交易商能抓住这次波动一半的机会，并且每11天都这样来一次，他的投资每五个月将至少翻一番。这种计算方法对于那些精打细算的投资者的心理健康是非常有害的，就像沉溺于毒品不能自拔一样，纯粹是另一种瘾。

回顾这段时期的财经新闻，找不到影响美国罐头公司股票价格的重要事项。令人感到奇怪的是，一个非常重要的事项在该公司股价达到最高点三天后才见诸报端。这则新闻是该公司1929年的年度报告，给出的利润数据几乎高达在1929年牛市顶峰时才可能企及的漂亮估计数据。这个事实表明，在利好消息公布之前两周买入美国罐头公司股票的交易商收益颇丰，而等到这条新闻公布之后才买入的交易商，则必须保持将近五周的耐心也只能获取很小的利润。无论是否有用，这个结论至少很有趣。

“内部人”不总是正确

从上面这个例子人们会得出结论，真实的“内部信息”是交易商的无价之宝。但是从1929年的记录中可以清楚地看到，这个结论并不总是生效。那次大恐慌中很多受害者就是借钱来大量持有本公司股票的公司高管，很多人一生的积蓄都付之东流。恰恰是拥有更多股价影响信息的人遭受到了如此大的损失。

无法解释的上涨

还有比上面讨论的股市波动更大的一次，Advance Rumely 公司的普通股从1929年1月50美元的低位上涨至5月1日最高104.875美元的价位。这家公司的普通股在前面六年没有显示出任何盈利能力，也没有任何理由能指望在1929年发生大的改善。正如若干个月后证实的一样，1929年度，该公司赚取的利润比前六年中的任何一年都要少。这只股票在1929年初期的狂涨很可能被解释为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次大胆的联合操纵的结果。这只股票只有137500股流通在外，自己很容易进行这样的操纵。不了解操纵经理计划的交易商，是不可能预计到该公司股价的上涨的。即使得知该计划，交易商也需要具有坚定的信心才能针对这一消息采取行动。

联合操纵

上面已经提到联合操纵。它一般分为两种：最常见的一种是维稳联合操纵，目的是为某只股票一直维持一个现成的市场，而不是以赚取利润为目的。没有明显的原因却突然猛烈波动的市场会吓跑投资者。在一个特定公司有利益关系的银行家、大股东和公司管理者经常雇用精明的经纪人进行联合操纵以防止这样的股价波动。在市场对公司股票需求很大的时候，联合操纵者就会买空以保持股票价格稳定。同样，一旦股票被大量抛售就会引起股价重挫，联合操纵者必须随时准备买入。通过这样买卖股票的操作，有序的市场得以维持，确保投资者总是能够以接近最新报价的价格买入或卖出股票。这种联合操纵本身可以维持运营，但不是赚钱的工具。

历史上的洛克群岛联合操纵

第二种联合操纵是对特定股票进行的有组织的公开以牟利为目的的操作。如果某只股票当前市价过低并且整个市场状况利好，这种联合操纵就是大量囤积该股票。当大量股份被买入之后，市场上的浮动供给就会大大减少，再继续购买将使市价上升。这种价格波动本身就会吸引投资公众的注意。如果这只股票的价值之前真的被低估了，现在涨价的结果就会解决这个问题。被联合操纵的公司股票的利好报告，通过广泛传播有时会助推这种向上的波动，特别是当联合操纵正在出售其所持股份的时候。基本上，这种联合操纵行为与小交易商通过买入他认为价值被低估的股票以赚取利润一样。相对于几百股的买入卖出量来说，购入几千股或出售囤积股份却不引起股价上扬或者大跌显然是更加困难的，但这只是程度的不同，没有实质的区别。在1926年初期，一次联合操纵使Devoe & Raynolds A股价格升至104.125美元。但由于向公众抛售股票的行动失败，三个星期内，该股价格就跌到了40美元，甚至联合操纵雇用的一些经纪行也在这次暴跌中遭受到巨大损失。几年以前，一个非常知名的投机人管理的洛克群岛联合操纵行动组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



织起来了，参与行动的邀请被广泛发布，许多小交易商也成为了该组织的成员。这次操纵行动最后以重大的损失收场。即使一个投资人能够从一只股票行迹中推断出它正在被大规模囤积，但他自己也没把握购买该股票是不是一个好的选择。

业余投资者如何交易

前面假设的那个最初购买通用汽车的交易商很可能不会马上懂得预见股市小幅波动的困难。但他必然很快体会到投机的另一个难处。买入交易的第二天早上，一到办公室，他可能很急切地想赚取那笔利润，就提交了一份价格为 49.25 美元的卖出订单。他可能正庆幸自己投资成本 1500 ~ 2000 美元，一天内就获得了 100 美元的利润。

接下来的一天，这个新手将有机会比较经纪人提供的买入卖出报表。他会立刻发现自己并没有赚到 100 美元的利润。从 100 美元的毛利润中，他必须扣除买入和卖出股份的经纪人佣金，要按每股 15 美分计算，还要扣除卖出股份要交的每股 4 美分的证券交易税。在这 100 股股票的交易中，以上费用合计达 34 美元。因此他的净利润只有 66 美元，而不是 100 美元。如果这只股票价格下降了一个点，而不是上升，交易过程中的经纪人佣金和证券交易税也同样要收取。他的净损失将是 134 美元。进一步计算，我们很容易看到，如果交易商满足于一个点的利润并力求把损失限制在一个点以内，他就必须在三次交易中有两次正确，这样才能保本。这还没有把经纪人对客户借方余额收取的利息费用考虑在内。由于在一两个点范围内的股市波动往往会受上千种因素的影响，根本无法预测，因此股票交易纯粹是一种赌博。没有赌徒能在 2 比 1 这么高的成败比例下赚到钱。

10 个点的波动需要时间

投机人追求的利润越大，经纪人佣金、证券交易税和利息的比例就越小。对于 10 个点的波动来说，交易商只需要在 100 次交易中正确 52 次就可以保本。正确预测出 10 个点的波动的前景如何呢？1 个点的波动也许可以比作股市的小涟漪，可能的影响因素太多，根本无法预测。10 个点的波动则可以比作股市的浪涛，可能是更强有力的力量所致，这种力量数量较少，相对来说更容易预测。但也绝不是说会很容易预测这种程度的股市波动。就在撰写本段的前一天，市场可以恰当地被描述为稳定。出现在收报机纸带上的 631 只股票中，有 429 只上涨，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

79 只价格不变，123 只股价下跌。更深入地分析这些交易，会发现 80 只涨幅在 2～8个点之间。如果在全部股票中随意抽取，一个交易商应该有 1/8 的机会选到一只大幅上涨的股票。但接下来的一天，由于大多数股票跌价，可能他亏掉的比这些刚赚到的利润还多，很少出现前面分析的股价连续五个交易日持续上涨的情况。市场可能是同向波动三四天，再反向波动一两天。今天的强力股很可能在接下来的一两天被另一组别的股票取代。一周之内赚取 10 个点的利润是不可能的，除非交易商交了大好运。

市场大势

新手很快了解到股票通常会维持在一个向上或向下的趋势很长时间，中间只有几次很小的中断。这些波动由每日计算的主要股票的价格平均数反映。道琼斯公司，华尔街日报的出版商，很多年来每日汇编 20 只主要铁路股和 30 只——以前是 20 只，再以前是 12 只——主要工业股的价格平均数。构成这个平均数的股票种类不断变化以保持它们的代表性。当整个市场向一个方向波动数月之久，有时其中某个股票的价格却是完全相反的运动，或者它的价格运动被压缩到几个星期，然后在余下的时间内保持稳定。例如，在 1922 年，股票市场的大趋势一直是上行，在下一年的三月份达到顶峰。但 Gulf States Steel 公司股票的行动却正相反。一般来说，可以确定该股票与整个市场的进程一致。从 1921 年 25 美元的低位上升到 1923 年 104.625 美元的高位。但这上涨的 80 点超过一半是在截至 1922 年 1 月 21 日的两个星期内完成的。这段时间内，股票价格从 45.5 美元升至 90.5 美元，上涨了 45 个点。

胆怯与倔强

与整个市场相比，这是一个相当少见的个股价格走势方式。如果一个交易商能够选到这只在接下来的一两周内将成为明星股的股票，赚到利润，再转向下一只股票，他将真正发现股市的致富之路。这个交易商究竟应该怎样从上千只股票中选到那支在接下来的一两周波动最大的股票呢？也许只有上帝帮助才行。但这正是无数交易商孜孜以求的。他们不耐烦地从一只股票跳到下一只股票，在这儿稍赚，在那儿又亏损，最后几乎等于只是帮他们的经纪人赚了佣金。此时一个心理学问题就出现了。对于这种购买行为只能这样解释，一般的交易商胆子很小，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很容易因受到惊吓而赚取一点利润就放弃。另一方面，他们又固执地认为自己购买的股票至少值他花的价钱。通常，他很可能在一个衰退的市场情况下不屈不挠地坚持战斗，直到年终结算才发现自己虽然赚得了一些 5 个点或 10 个点的利润，但是却更有几个 20 点或 25 个点的损失，还要支付经纪人佣金、证券交易税和利息费。

小人物的遭遇如何

华尔街被认为是股市精英的聚集地。基于这个前提，新手可能会认真掂量下面这段引自 1926 年 4 月 7 日纽约时报的一段话，讨论一封证券交易所的权威部门给其会员的信中可能的深意，该信号召其会员注意已颁布的条例“禁止证券交易公司与其他会员的雇员、银行以及其他类似机构的雇员进行交易”。时报中说：“根据在金融区流传的报告的内容，此次行动是基于某些公司雇员在近期的股票大抛售之后已经陷入财务困境的传言。这些报告说，华尔街上很多公司的办事员和小职员由于近期的股市下跌而完全被股市扫地出门。”

对于未知的恐惧

每一个熟悉华尔街和美国其他金融中心的人都知道，办事员和小职员只是在股市上亏钱的人中的一部分。银行的高官、债券经纪公司的合伙人和公司的高管中有很多人一直流连于股票市场，买入、卖出，赚取蝇头小利，同时也不断亏损，几年下来，把自己辛勤工作所得或别人的投资损失殆尽。相对于 1929 年的大恐慌，1926 年的股市猛跌可以说是和风细雨了。1929 年大恐慌的受害者几乎遍布华尔街的各个阶层。对于一般交易商面对利润时的胆怯，面对损失时的顽固，本书前面已经提及，原因就是人的意识自我调整以改变对价值的看法的速度太缓慢。假设一个交易商在 70 点的价位购入一只由 49 美元的低位涨上来的股票，每上涨 1 个点，根据他以前的经验，都有无法预知的风险。市场出现任何停顿的信号，特别是其大部分资金是借入的时候，他都会马上行动，因为谚语说得好：两鸟在林不如一鸟在手。另一方面，为特定股票支付 70 美元的事实让一般的交易商脑海中形成一个看法，这就代表了该股票的真正价值。尽管这只股票可能以错误的方向偏离了它的真正价值，但这个交易商可能很迟钝，认识不到赚钱的预期是不可靠的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市赌博

对于最困扰那些想在股市上短线操作获利的投机人的主要困难，我们已经说得够多了。实际上，价格波动的涟漪和浪涛是不可预知的。交易商在这样的股市波动中交易是纯粹的赌博。然而，成千上万的精英们却孜孜不倦地追求这种方式发财，这实在让人惊讶。一个公认的不断被引用，但来源不确切的统计数字显示，在股票市场上，所有保证金交易商中亏损的占90% ~95%。然而，根深蒂固的赌博本能，使得新成员们依然源源不断地被带进经纪人办事处。他们信心勃勃，相信在波澜广阔的股票市场一定有赚钱的机会！但他们中只有少数人能最终学会在股市中赚钱的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

投机大潮

任意选取 20 只活跃的股票，加总它们的收盘价格并除以 20。每天这样做，坚持 12 年，并把计算结果记录在一个表格上，纵坐标反映这些平均数据的波动情况，横坐标表示时间跨度。更好的做法是取道琼斯的 20 个铁路公司和 30 个工业公司的股票价格平均数，从 1897 年开始不间断的记录：这样的表格会表明股票上升和下降比较规则的变动，这也可以被称为投机潮汐。上升趋势，按华尔街的说法称作牛市，通常持续 18 ~24 个月；下降趋势，或者说熊市，通常持续 12 ~21 个月。中间偶尔也会有至多 4 年的时间段，在这样的时间段内，市场会在大小不等的范围内无目的地波动。然而，总的说来，一个方向的长期运动后接着一个反方向的长期运动的规律还是很明显的。

《圣经》里的经济周期

每个主日学校的孩子都知道约瑟夫的故事，他在埃及被自己的兄弟卖为奴隶。在上升到了埃及政府的统帅职位以后，他有先见地建造了大仓库，储存了 7 年的优质过剩粮食，并因此拯救了埃及人民。这些储存下来的过剩粮食帮助埃及人民度过了 7 年的粮食危机。并且根据圣经作者的描述，他的哥哥也因此免于饥饿。从这里，人类早期的记录中，我们获得了对现在所谓经济周期的认识。

类似于拳击的比较

许多对于经济周期的解释已经发展进步了。一位著名的经济学家甚至寻求把经济从繁荣到萧条的波动连接起来并与太阳黑子的出现相联系。一个简单而又不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失合理性的解释就是，大多数人不能在面对安逸的生活状况时仍然坚持努力工作。就如同在拳击界里几年的安逸生活能让登姆普西这个世界重量级冠军成为吉纳·特纳的手下败将一样，一个阶段的繁荣已经给自己埋下了萧条的种子。努力渐渐松懈，相对容易获得的薪金被奢侈地消费。商人们忘记了他们创业的艰辛，开始热衷于不计后果的扩张计划。还有一些人削减办公时间，增加打高尔夫的时间。1919 年和 1920 年的大繁荣之后是 1921 年的痛苦萧条，这样的周期性循环充斥着整个世界的历史。

美国的历史是一部战争史，是一部总统和小政治家们的编年史，是一部大陆被马车和铁路征服的历史，是一部银行业发展的历史，是一部工业发展的历史，是一部政治经济相互影响的历史。在最后这部历史中，有每个学生都该知道的一些重要日期：1814 年、1837 年、1857 年、1873 年，1884 年、1893 年、1907 年、1921 年、1929 年——这些是我们的恐慌和萧条的年份。

如上年份所示，历史上著名的大萧条每 14～20 年出现一次，在这时代进步过程中的大间断期之间也发生了一些小的商业倒退，相比而言，这些小的繁荣——萧条周期的时间更短。

布赖恩是怎样失败的

影响“总体经济”状况的因素数不胜数。战前在华尔街抱怨生活消费高的人从来没有听说过发现氰化（过滤低品质的金矿石）过程的两个化学家。他们的发现使一个持续下行了 20 年的商品价格走势在 1896 年达到最高点，稳固地建立了面向布赖恩主义的黄金标准，并且使商品价格开始持续上升。当今文明之布是由千丝万缕的线编织成的，没有哪一个结点强大到感觉不出其他任何一个结点变弱。印度的人们不正在经历萧条吗？那么蓝开夏郡的棉花工厂必然缩减生产。美国的棉农要低价卖出他们的作物，肥料生产厂家也就要遭受损失。阿根廷的大批小麦在全世界也有着相似的结果。就如同这个世界 1914 年发现的那样，在巴尔干半岛一个不起眼的角落，一个刺客的一次行动，几乎摧毁了金融市场。它摧毁了一些工厂，但在数千里之外另外一些工厂又建起来了。新的贸易路线被开辟出来取代了那些旧的贸易路线，打乱了整个国际收支平衡，形成了堪萨斯州麦场新的土地价值标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



规则的例外

总体经济处于繁荣或萧条当然不代表着每个公司或每个行业都处于相同的境地。流行式样的转变可能导致生产条纹布的厂家不景气，与此同时，生产人造丝的厂家却必须夜以继日的生产以满足产品需求。尽管大多数行业都处在困难时期，然而短缺的糖类作物却价格上涨，炼糖商也因此获得巨大利润。在 1930 年第二季度的萧条中，专门生产钢管的工厂能从天然气输送管道的建造商处获得最大生产能力的订单。与此同时，邻近的生产汽车钢板的钢铁厂却只有一小部分产能正常生产。就在同期，电冰箱的生产商经历着他们历史上最辉煌的三个月，而收音机厂家却在激烈的竞争中为了生存而苦苦挣扎。这些都是繁荣和萧条可能同时存在的有力证据。然而，大多数行业往往共同经历着程度相当的繁荣和萧条。

一个著名的经济周期

退回几年去重述一个经济周期的历史是一件有趣的事情，这个周期的最低点就是 1907 年的恐慌时期。与 1927 ~ 1930 年更惊人的经济周期相比，这个周期能用个更好的观点来审视。通常说来，这个世纪的前几年构成了一段时间的繁荣。1901 年 5 月的北太平洋买断事件使股票市场发生了恐慌，之后，被称为“富人的恐慌”的熊市在 1903 年又出现了，但是直到 1907 年，经济仍然保持着活跃。在这期间，农民种植了大量谷物并且卖出了好价钱。在向着以美国钢铁公司成立为标志的工业合并推进的过程中，发生了一件重大事件。在哈里曼和希尔的领导下，铁路建造持续活跃，美国的铁路里程也稳定增长。直到 1906 年 11 月，希尔十分认真地断言，美国迫切需要再建造 115000 英里铁路。而接下来的 21 年中实际增加的 25000 英里的铁路里程大大满足了美国运输量增长的要求。农业、工业和铁路的增长也带来了银行资源的增长。在本世纪的最初几年，商业贷款人所支付的利率，按今天的标准来看，低得反常。

揭发丑闻的年代

从政治的角度看，20 世纪的开端是平静的。1896 年，在布赖恩被打败后，一个繁荣时期产生了，这次繁荣有力地除掉了持续很多年的激进主义。1900

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

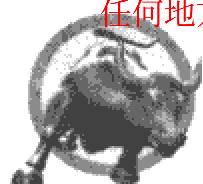
年，麦金利以压倒性的选票再次当选。在他遇刺之后，与华盛顿和林肯齐名的西奥多·罗斯福就任总统。1904 年，他以很少数的反对票连任了总统。在他的第二任期中，一场政治风暴席卷了全国。那时流行的商业方法成为了非难他人的主题，揭发他人丑闻成了风尚。伊达·塔贝尔的《美孚石油公司史》和厄普顿·辛克莱尔的《屠场》这两本书披露了企业管理的方法，唤起了公众对“利润”的敌意。而铁路运营商给大托运人秘密回扣的通行做法，更是激起了公众的愤怒。纽约的阿姆斯特朗调查案揭露了大型人寿保险公司管理层的腐败，更是火上浇油。

一个银行家的真实预言

1906 年开始时，商业和工业极其活跃，但是政治形势明显不稳，公众对商业领导者的态度充满敌意。货币市场紧缩的迹象也开始显现。之前四五年极低的利率消失了，国家积极的铁路和其他固定资产的建设消耗了流动资产，致使利率升高。一月份的活期借款——由股票交易委员会担保的借给经纪人的活期借款——利率开价高达 60%。鉴于借款利率的循环运动和当时货币改革的提议，著名的银行家雅各布·H·希夫在一次公开演讲上说：“除非货币系统改革，否则恐慌迟早要发生，并且与之相比，以前的恐慌都微不足道”。但是没有人关注这个或是其他的警告，繁荣继续着它疯狂的脚步。在先前 3 年 13500 英里的铁路建设之后，又有 5400 英里加入了国家的铁路系统。当年，生铁产量又创下新高，企业倒闭率也达到了自 1881 年以来的最低值。1906 年，对外贸易总量达到了历史最高值，国内贸易，按银行票据交换总额计量，也达到了历史第二高值。农作物得到了大丰收并且卖到了好价钱。

尽管 1906 年商业繁荣，但各界对商业利润的敌意也在很多方面表现出来。国会通过了赫伯恩铁路价位法，这项法案授权洲际商业委员会管制铁路收费。同时它还制定了肉类检验和洁净食品法，这些法律现在看来非常平常，但在当时看来已经是很激进的了。在纽约，公共服务委员会制定了一条降低燃气费率的法令。在芝加哥，法庭做出的不利于公共运输行业垄断性的决议，削弱了相关人士的信心。美国政府在长期休眠的谢尔曼反托拉斯法的指导下，对包括美国烟草公司、美孚石油公司以及食品包装生产业在内的商业巨头的诉讼取得了进展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



旧金山的灾难

旧金山永远不会忘记 1906 年。4 月 18 日，它几乎被地震和火灾摧毁，财产损失约 3 亿 5 千万美元。这次巨大的财产损失一定会有深远的影响，但不是马上可见。受财政部的推动，货币市场紧缩，由于大量国外黄金进口暂时得以缓解。政府同时还筹集了 3000 万美元的巴拿马运河贷款。在这些大事件的日子里，如果你从报纸上读到财政部长“使用了所有办法帮助市场”的报道就有一点奇怪了。在 10 月份，几家欧洲的主要银行，包括英格兰银行，提高了贴现率以阻止黄金的流出。货币市场的状况可以由这样一个例子来说明：来自当年 10 月份的商业票据——商业和制造业企业通过票据经纪人出售给银行的短期票据——利率被控制为 6% ~6.5%，而前一年的利率为4.5% ~5%。

整个 1906 年商品交易价格都在上涨，并且这种情况一直持续到 1907 年的 7 月份。银行票据交换显示的总贸易量在恐慌之年来临之前仍然表现得非常活跃，最高点出现在 3 月份，然后开始逐渐衰退。一直到 1907 年 12 月份，铁路公司每月的总收入都超过 1906 年的同期水平，在 4 月份增长达到了顶峰。货币状况一直都极度不能令人满意，并没有因为铁路大发展得以改观而满足其需求。在 1 月份和 2 月份中，仅仅纽约中心铁路公司和宾夕法尼亚州铁路公司就售出了三年期 11000 万美元的铁路债券，同时，其他铁路公司也尝试着大规模的财务运作。在后来显示，出于银根紧缩的原因和反铁路公司的情绪，企业兜售给证券发行银行财团的大部分这类证券，社会投资公众拒绝购买。在 1907 年，大多数南部各州和西部各州都在忙于通过修改铁路收费价位的法案或其他敌对法案。南部铁路公司总裁芬利就是因为违反了这样的法令而被逮捕。阿肯色州试图没收洛克群岛铁路公司的财产。明尼苏达州对大北方铁路公司和圣保罗铁路公司提起诉讼。密苏里州寻求终止被指控为非法的密苏里州太平洋铁路公司、瓦巴喜铁路公司和铁山铁路公司的合并。同时，州际商业委员会也在忙于调查哈里曼铁路公司。罗斯福总统称哈里曼为“不受欢迎的公民”。

货币市场银根不断紧缩，公众对铁路公司和其他投资对象价值的信心不断下降，预示着风暴即将到来。在 6 月份，由于大量证券卖不出去，一大批债券财团解散。同月，纽约市试图发行 2900 万美元的债券，但以失败告终。两个月之后，波士顿发行 390 万美元的债券，但只收到 20 万美元的出价。同时，政治局面并没有得到改善。对于铁路公司的攻击普遍存在，总统继续倡导激进的方法，美孚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油公司被施以2900万美元的罚款。出乎意料地，农作物的前景一点也不光明，黄金开始流向国外。在这个夏天快结束的时候，商品价格大幅度下降，这在铜市场尤其明显。

历史性的崩溃

灾难从10月份开始降临。标志性事件是尼克博克信托公司的收购失败，这家纽约大银行不久前的股票价格还超过1000美元。其他许多银行也成了挤兑的受害者，纽约大量小银行倒闭。一度高达125%的利息报价都借不到现金和活期借款，少数信用度极高的商业借款人才可以申请到16%的票据利率。纽约和其他一些城市不得不通过票据交换所发行证券的方式来解决现金短缺的问题。紧随银行、纽约和内地证券交易所的失败之后，是一系列的商业破产。其中最重要的是西屋电气制造公司的倒闭，紧接着发生了贸易瘫痪。除了纽约之外的所有城市的银行票据交换总量——将纽约排除在外可以消除股票市场活动的影响，从而更真实地反映工商业情况——仍然高于1905年10月的水平。大恐慌的影响紧接着就来了。11月，该指标下降了17.6%，12月又下降了19.8%。

大恐慌的结果是严重的萧条，工厂关闭，贸易处于低潮，移民国外暂时代替了移民国内的风潮，破产数量非常之大。商品价格持续下降，一直到1908年，并于该年6月份达到了最低点。直到11月份，以外部银行票据交换总量计量的贸易总量才稍高于前一年同期水平。至于铁路公司的总收入，以上情况出现在12月。生铁的月产量于1907年10月达到最高点，但直到1908年6月，生铁的产量仍然不到最高产量的一半，但从那时开始稳步回升。货币利率缓慢降低，当闲置资本开始积累，经济仍处于萧条时降到了较低水平。之后随着1909年经济轻微复苏，利率又有所提高。大约在1909年年末，各种指标计算结果表明这次的经济复苏达到了顶点。相对于1906年和1907年早期的狂热躁动而言，1909年的繁荣景象是平静的。

股票市场和大恐慌

追溯完过去50年经济周期的进程，相信所有的商人仍清楚地记得这段历史。现在，我们再去探索与其相伴的股票市场的周期。在20只活跃的铁路公司股票的价格基础上计算出的道琼斯指数，在1906年1月达到了历史最高点。而在5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



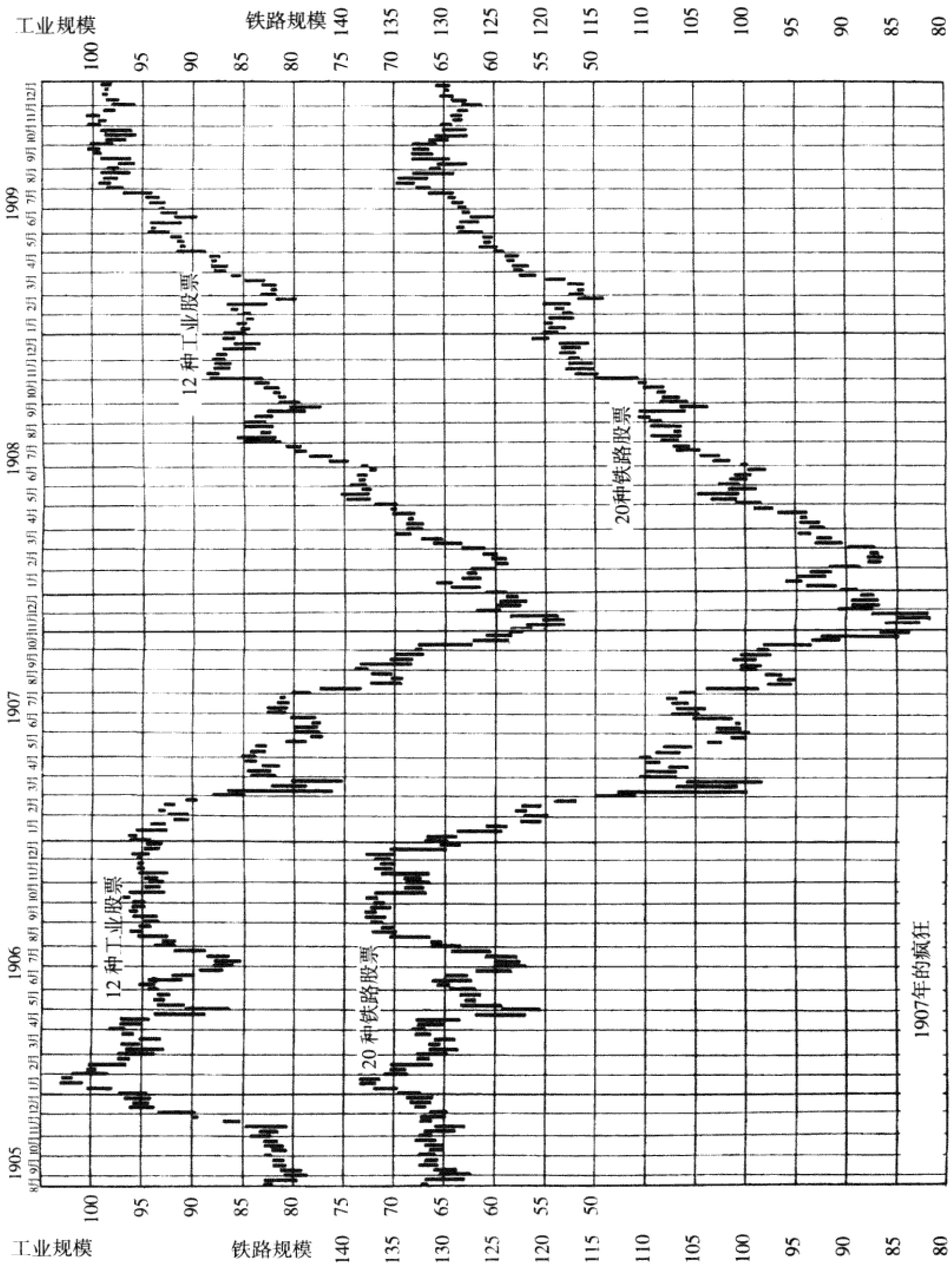


图5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

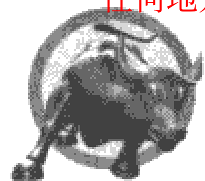
月份，它又缓慢回落到了该年的低位，但仅仅低于最高点 18 个点。考虑到旧金山灾难带来的巨大损失，以及要求保险公司销售大部分有价证券以支付总额 2 亿美元以上的赔款，可以预计到将有更大的下落。但是，股市还是回升到了接近最高点的位置并保持稳定，直到 12 月份。当月，铁路股平均指数高达 137.56 点，接近第 11 月份，之后就急速跌至 3 月 25 日的 98.27 点。那时商业仍然快速发展。4 月份股市微弱反弹之后，市场开始沉闷地在一个小范围内波动，这种情况持续到 10 月份。然后，市场终于垮掉了，11 月份的铁路股平均数的最低点为 81.41 点。可以看到，在出现大的经济衰退之前，股市就发生了更大幅度的下落。工业股平均指数经历的过程几乎与铁路股平均指数一样。20 年前，大量的股票投机活动都集中在铁路股上。

股票价格从 1907 年 11 月的低点开始，在整个 1908 年和 1909 的大半年内稳步并且相当快速地回调。中间没有任何大的间断。铁路股平均数又回到了与最高记录只差几个点的范围内。1908 ~ 1909 年的牛市顶峰出现在了 1909 年的 4 月份，铁路股平均指数达到了 134.46 点的高位。8 月份的工业股平均指数的高位是 99.26 点，11 月份又达到了 100.53 点。因为 11 月份铁路股平均数低于 8 月最高位 4.5 个点，我们可以合理地认为，牛市的顶点出现在 8 月。我们已经看到，经济活动的顶峰出现在年末，所以股市的变化再一次比经济活动的变化提前了几个月。

通过对经济周期和股票市场周期的比较，显而易见，可以得出的结论是，两者之间存在着紧密的关系。对于一个希望寻求何时买入、何时卖出的指导的股票投机者来说，很不幸的是，股市的变化要么比经济变化提前几个月，比如在 1906 年，要么紧随经济变化，比如在 1929 年，甚至专业观察家也会被骗过。经济的总体状态不会预报股价的进程，除非以明显荒谬的方式，比如大繁荣提供了卖出股票的有利时机，而极度的经济低迷则提供了购入股票的机会。过去的 20 年中，出现了大量基于特定经济状况指数来预测股票市场趋势的方法，这个题目很大，单独讨论它就需要一章的篇幅。

对长期市场大势的研究将清楚地显示：有能力比较准确地预测总体市场走向的商人将会获得高额的利润，预测的精准度越高，利润就越高。我们可以这样假设，一位投资者于 1904 年以足够的资金一次性买入铁路股票平均指数中的每种股票各 10 股；再进一步假设，从那天起，这位投资者每次都正确地预测到股票指数每超过 25 点的波动，但是动作总是有点慢，以至于他每次的预测都与顶点和最低点相差 10 点；继续假设，这位投资者在熊市期间将其资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



存在银行里；最后，我们假设从 1912 年开始，他转而投资工业股而不是铁路股。

1903 年的熊市的底出现在 9 月，当时铁路股平均指数为 88.80 点。1 月份，这位投资者认为牛市开始，于是他用 19760 美元买进铁路股票平均指数中的每种股票各 10 股。1906 年 4 月，股票市场当时从其最高点跌下来 10 点，他以总价 25672 美元售出全部股票。接下来，他退出了股票市场直到 1908 年 1 月才又重新进入。当时，铁路股平均指数为 91.41 点。他的资金可以买进铁路股票平均指数中的每种股票 14 股，现金结余为 77 美元。这些股票最终在 1910 年 1 月份以均价 124.46 美元卖出，总价 36848 美元，最后总的现金余额为 36925 美元，他将现金全部存入银行直到 1915 年。在此期间，股票市场波动幅度相对较小。

假想的交易

1914 年股票市场重新开放之后的低位，工业股平均指数为 53.17 点。根据我们的假设，这位假想的交易商将购买工业股平均指数中的 20 种股票，每种 29 股。这将会花去他 36639 美元，剩余 209 美元存在其银行账户中。这时，有必要做一点有违于事实的假设，事实上，当时仍然是 12 种工业股的平均指数，接下来的一年才改成 20 种。但是，如果考虑这种改变，就会不必要地使得数学计算复杂化，其实对最终结果并没有什么大的影响。第一次世界大战中，牛市最高点出现在 1916 年 11 月，工业股平均指数为 110.15 点。如果这个投资者的股票在接下来的月份里在低 10 点的价位售出，他将会获得 58087 美元，存入银行后，银行存款余额变为 58296 美元，存期为接下来的 13 个月。

熊市在 1917 年 12 月触底，工业股平均指数 65.95 点。接下来那个月，这位假想的交易商将买入工业股平均指数中的每种股票，各 38 股，银行存款余额为 574 美元。他会持续拥有这些股票历经股市迟缓回升的 1918 年以及大步前进的 1919 年。在 1919 年 11 月，股市波动达到最高点，指数为 119.62 点。根据我们的假设，这个假想的交易商在几天之内，以低于最高点 10 个点的价位抛出所持股份，他的银行存款余额升至 83885 美元。现在，我们也许方便地假设这个假想的对象去世了，把他小笔的财富留给了他的继承人，他们应该对他才干的结果感到满意吧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者与交易商

如果将那 19760 美元在 1904 年 1 月投资，年利率 6%，每季度复利计息，并且利息不断地加入本金，这笔投资截至 1919 年 11 月累计总额应为 50905 美元。在这期间的大部分时间里，有个实际问题，就是不可能获得 6% 的投资回报率。对比 16 年投资的结果和长线投机的结果，投资的优势往往蒙蔽了人们的双眼。这个优势由于不需要像计算每股股利和银行存款利息那样计算投机结果而被放大了。构成道琼斯平均指数的股票之所以被选中，主要是因为它们是活跃的投机对象，它们中的大部分都是支付股利的。如果这个假想的交易商在他的资本中加上股利和 2% 的银行账户存款利息，那将比单纯的市场增值 83885 美元多得多。

我们的假设需要这个交易商有多大的才干呢？这并不需要他判断选择股票投资对象，只要求他能辨认出大的股市波动。进一步地，需要他在 16 年中把辨认的结果转变成决策，共 8 次。比起每几天就要做新决策且要想赚钱就必须达到 75% 的正确率的短线操作的投机商，很明显，在 16 年中正确判断 8 次要容易得多。而且，像那个假想的交易商那样做长线投机，不需要像一般投机人那样日常付出大量的时间和精力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章 预测大波浪

交易商准确预测股市大波浪能赚得多少利润，用小学数学就可以计算出来。问题马上出现了，比较准确地做出这种预测可能吗？要回答这个问题，光引用“经济衰退时买入股票，经济繁荣时卖出股票”这样的一般性规则是不够的。经济历史永远不会完全一样地重复出现。当前的萧条在许多方面与 1921 年的萧条是不一样的。下一次萧条也不会是本次萧条的翻版。

繁荣期在许多方面并不相似，区别主要体现在类型和程度上。1905 年经济开始繁荣，之后繁荣保持了好几年。在 1905 年夏天卖出股票的投机人将会感到丢脸，因为他将看到，股市又继续上行 6 个月，之后保持在一个高水平长达 10 个月之久。最高记录的经济繁荣出现在 1928 年的仲夏，但是那些胆小的卖掉股票的交易商因此错过了美国历史上最大牛市的大部分进程。

萧条没有发生

现在让我们考察一下更近些时候的股市周期，除了上面常用的一般性规则之外，没有其他作指导的长线投机者在 1923 年进展如何呢。1923 年早春，经济总体繁荣，特别是相对于前两年的情况。交易商在那时候售出股票确实是恰到好处。但是如果在那之后他等待严重的经济萧条到来时再买股票，那他就会错过整个 1925 年的大牛市。1923 年夏天和秋天并没有出现可以按长线交易商的设想买入股票的经济大萧条。显然，找到更好的预测市场趋势变动的方法是必要的。

道氏理论

最早预测经济趋势和股市趋势的方法之一是由查尔斯·亨利·道提出的。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

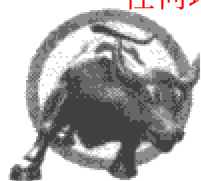
既是华尔街日报的创始人，又是道琼斯平均指数的发明人。道先生过早地去世之后，他的理论由华尔街日报的新编辑威廉姆·皮特·汉密尔顿归纳整理做了进一步的解释，其著作《股市晴雨表》，每一个对投机感兴趣的人都应该读过。那本书不言而喻，所以这里只是简要概括道氏理论就可以了。

大多数有经验的交易商都熟悉这个理论。其主要思想是，股票价格在一个有限的范围内波动很长时间表示积累或分散。一旦股价摆脱那个波动范围，就预示着一个大的波动即将开始。这种波动也许是不明智的操纵的结果，或者只是偶然的。但是很明显，股市整体太大了，不会很大程度地受到操纵的影响。个人或一个团体也许能够在有利条件下，通过机敏的操纵和精心设计的公众信息来使单只股票产生较大的价格波动。但是，若想对纽约证券交易所上市的数十亿证券作为一个整体进行这样的操作则完全超出了人的能力。对于多年的经济进程和股市进程的研究也无可置疑地显示，股市的大幅波动不是偶然的，它与经济进程的相关性极大。

熊市的底

除去操纵和偶然性，对市场整体活动画一条线显得十分重要。例如，如果在经济萧条期间，道琼斯或其他任何有代表性的平均指数在一个有限的范围内波动了很长时间，那它们摆脱这个波动范围的动向则值得关注。然而，只有当工业股指数的这种活动得到了铁路股指数的确认，或铁路股指数的这种活动得到了工业股指数的确认，保守的道氏理论的追随者才会认为这样的活动是重要的。由于当前铁路股和工业股在市场活动方面极不一致，该理论在现代应用中，用公用事业股的平均指数替换铁路股指数的建议也并不为过。在 1921 年，我们发现了一个典型的熊市谷底的例子。从 1919 年 11 月开始经 1920 年直至 1921 年，市场趋势是总体下行。在 1921 年的夏天，市场抛售达到了高峰。4 月份，铁路股平均指数低至 67.86 点，6 月又进一步下跌至 65.52 点，8 月，三倍底为 69.87 点。这段时间的高点是 75.38 点。工业股平均指数 6 月低点为 64.90 点，8 月又进一步降至 63.90 点，三个月内最高点为 73.51 点。因此，这两个平均指数都是在 18 个月的下行伴随经济极度萧条之后，稳定在一个有限的范围内波动。工业股平均指数首先摆脱出来，在 10 月 29 日达到 73.93 点的高度并在 11 月 9 日跨过 75 点。铁路股平均指数表现相同，在当月末达到 76.66 点。这个向上的运动缓慢开始，在 1923 年 3 月将平均指数带到顶峰。适度回调之后，在 1924 年重新开始上行，工业股指数在 1926 年冬天达到创纪录的高度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读者也许会说，这完全是事后诸葛亮，但是在那时真的没有市场观察者根据已有数据预测到一个牛市吗？答案就在下面这一段文字中，它引自汉密尔顿先生1921年11月5日发表于《巴伦周刊》的一篇文章。

人们要求我为股票市场晴雨表的预测价值提供证据。当前，欧洲金融的混乱状况——所有战争通货膨胀的后果——所有这些都威胁着当今美国经济，但股票市场的表现却仿佛好景在望。正如人们所说，熊市在1919年10月和11月初到来，它的低点出现在1921年6月20日，20只工业股的平均指数为64.90点，20只铁路股的平均指数为65.52点。

市场崩溃的预见

还是这位权威人士，在1926年1月25日的《巴伦周刊》的一篇社论中预测牛市顶峰奏效。文章中说：

一项对股票市场价格运动的研究正在完成。可能的结论有一些试验性，但是在这个从1923年以来不断行进的牛市之后非常重要。20只工业股已经展示出明显的大双顶。在1925年11月6日，它们到达波动的顶峰及至有记录以来的最高点159.39点。此后又有一个较大程度的下跌，价格下降幅度超过11个点，降至11月24日的148.18点。接下来股市反弹到了159.00点，在1月21日，市场又跌至153.20点。

如果20只铁路股的价格波动能够接近于这些工业股的市场表现，那意义至关重大，然而，事实上铁路股并没有像工业股那样下跌11个点。它们只是稍稍下跌了一两个点，但股价在1月7日那天涨到了113.12点。此后股价又下降了不到5个点，在1月21日降到108.26点。

完全根据以前的经验判断的话，大牛市正得以继续。那么工业股要以高于11月份的价格出售，铁路股也要以高于1月7日的价格出售。但是工业股已经出现了大双顶，铁路股平均指数也恢复到相近的水平，接近113.12点，后来又出现一次下跌，基本可以表明长期的牛市已经走到了尽头。

铁路股平均指数恢复到接近113.12点的水平后，2月份又发生了下跌。接下来的一个月股市陷入了严重下滑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴布森的 XY 曲线

罗杰·沃德·巴布森是现代商业与股市预测专业最早的代表人之一，在推广经济周期观念方面，他比其他人做了更多的工作。巴布森的商业状况图为数千位商人、银行家和投资者所熟悉。该图概括反映了银行票据结算、企业破产、闲置铁路车皮、贸易差额和许多其他统计数据。该图上显示一系列黑色的波峰和波谷，以一条 XY 线分开，该线代表国内经济的增长。此图和巴布森预测法都基于这样一个理论：物理学定律——作用力与反作用力大小相等、方向相反——适用于经济与金融。在巴布森图上，线下的黑色区域表示衰退，线上表示繁荣。在一个相当长的时间里，衰落区域与繁荣区域的面积被假定为是相等的。一段严重的衰落会被一段狂热的繁荣期所抵消，相应地，一段缓和的衰落期也会被同样缓和的繁荣期所抵消，若此假定成立，那么我们想要预测经济复苏的话，只需要确定什么时候衰落区域达到了繁荣区域的一半就可以了。这个周期的最低点也应该就是购买股票的好时机。

不幸的选择

巴布森统计结构无法就绘制 XY 曲线的方法向广大证券交易商做出满意解释，有时他们会不耐烦地说曲线的方向是按作用与反作用理论画出来的。在战争或通货膨胀时期，这种方法明显无法使繁荣区域与萧条区域面积相等。从逻辑角度看，我们很难想象作用与反作用的理论可以用在经济上。如果在人类活动中，萧条与繁荣真的可以完全抵消，那么接收破产的使命将会受到热烈欢迎，因为可以确信一个非同寻常的繁荣即将到来。事实上，正是作用与反作用理论，在 1921 年误导巴布森统计机构建议投机客户去购买那些已被彻底抛售的公司和工业股票，换句话说就是那些已经损失很多钱的公司的股票。相应地，投资建议倾向于皮革业和化肥业的股票，不建议购买连锁店的股票，结果却很不幸。

只谈巴布森先生的经历，却只字不提他在 1929 年 9 月 5 日（股市价格达到创纪录高度的两天后）的演讲是不合适的。“股市即将崩盘，而且可能非常严重，”巴布森先生说道，不过不幸的是在这之前他还说道：“我仍然坚持我去年以及前年此时的说法。”那些在 1929 年 9 月听从建议而没买股票的客户，要比那些 1927 年听从股市下跌建议的人更有理由怀有感激之情。

尽管巴布森统计机构有 1921 年的失败经历，但他们依然对低迷的工业股抱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有信心。他们在 1928 年 7 月 3 日的一份客户报告中说："没有必要去购买那些炒得很火的高价股票，从长远发展的角度来看，应该去购买那些精心选择的股票，比如费城和雷丁煤炭公司的股份。让股市慢慢平静下来吧，它已经多次大幅下跌，以后还会跌得更多。"

就在当天，费城和雷丁煤炭公司的股价为 29.25 点。在上一周最活跃的 10 只股票中的 5 只价格最高的股票，被理所当然地认为是"最受欢迎的高价股"。如果每只股票各买一股，就要花掉买家 787.13 美元。14 个月以后，就是这五只股票——通用汽车、蒙哥马利沃德百货公司、美国无线电公司，西尔斯罗巴克公司和美国钢铁公司——考虑股票分割和认股权因素，其价值可能会达到 1512.25 美元，而费城和雷丁煤炭公司的股价则跌到 23.75 美元。

关注钢铁工业

在当代股市研究者中，或许没有谁对股市活动和其他经济现象之间关系的研究，会比克利夫兰信托公司副主席科隆·来昂纳德·阿耶更透彻。在阿耶的研究中，他发现了很多这样的关系。因为他居住在钢铁工业中心，从而较早地研究了钢铁工业的活动变化与股市周期的关系。当然，我们都知道，钢铁业是所有工业中最基础的行业，钢铁用于铁路、汽车和楼房的建造和维护；农民也以多种形式使用钢铁；每个人都时常乘坐钢铁制成的交通工具，或行走在钢铁架设的建筑上，或工作于钢铁铸造的机器上。因而，钢铁工业活动的变化就代表了整体工业活动的变化，甚至于他们的变化更为剧烈。其活动趋势是总体工业活动趋势的放大图。

高炉指数

在多年对钢铁工业的研究中，克利夫兰信托公司的统计师们发现，高炉的活动状况和股票市场走势有着密切的关系。在经济发展繁荣时期，开工生产的高炉数目也在上升，如果全国 60% 的高炉都在忙于生产钢铁，这就标志着股市上涨已达到顶峰。相反，如果开工的高炉数下降到 60% 以下，这往往是购买股票的好时机，高炉指数绝对不是一贯正确可靠的。比如 1901 年和 1904 年，该指数都过早地发出了出售股票的信号；1907 年和 1920 年，它又为时过早地发出了购买股票的信号（见图 6－1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

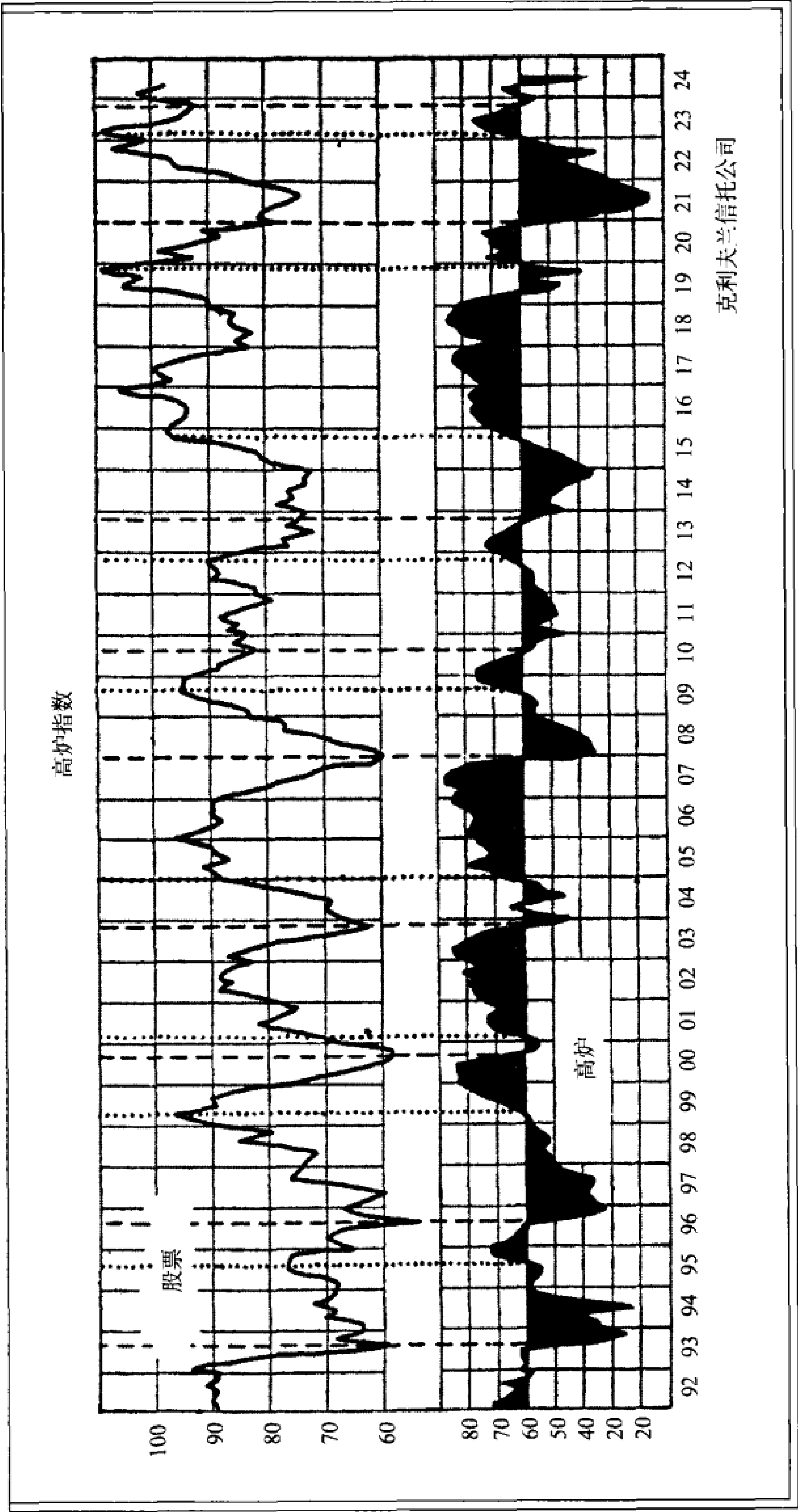


图6-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1929 年高炉指数是如何奏效的

奇怪的是，在止步于 1929 年的大牛市后期，这种高炉理论很少为人所知，或许它在 1926 年早些时候的糟糕表现，以及后来该理论创始人提出的质疑，是它被忽略的主要原因。此前一年，盲从者可能会在股市下跌之前将手中股票全部出售，然后又在股市跌到最低点时接到购买的信息。高炉指数预测出了 1926 年 3 月的股市下跌，尽管为时稍早。1 月 1 日，投入生产的高炉占所有可投产高炉总数的 60%，这种情况在多月以来还是第一次发生。股票价格也上涨至高点位，接近 6 周以后的最高点。不幸的是，在出现这些高点之前，开工的高炉数却下降至临界点以下，尽管只是 1 个百分点。很明显，不能要求任何经验法则精确到一个点的程度。该指数后来又发生了一次更为严重的预测失灵。在 3 月 1 日该指数给出了股市下跌可以买入的信号，并且直到 7 月 1 日才又一次发出了购买信号，但实际上股市在那之前已经回调到了 2 月份的高峰水平。

除了 1927 年 4 月和 5 月高炉数超过 60%，整个 1927 年到 1928 年高炉晴雨表一直保持上扬态势。假设介于 60% ~61% 之间的增长是非常重要的，这一假设是基于高炉指数具有相当高的灵敏度，而这种高灵敏度恰恰是该指数所缺少的。1927 年 4 ~5 月股市并没有下跌。另一方面，高炉指数也并没有发出在 1928 年 6 月和 12 月股市大幅下跌的警告。直到 1929 年 2 月，该指数才发出明确的购买信号，因而完全依赖于高炉指数的证券交易商会在牛市的一大半时间内把股票捂在手中。再没有任何其他基于经济统计数据的预测工具，会比高炉指数能更早预测出牛市何时结束。

高炉指数的价值

很明显，一个单纯的高炉指数不足以成为在股市交易中赚钱的基础，必须将它与其他指数结合起来使用。当股市像道氏股价理论所分析的那样，高炉指数、总体经济状况以及其他一些指数，都得出同样的结论，没有哪个证券商可以无视由此给出的建议了。高炉指数尤其有用，因为每月初我们都可以得到该指数数据。钢铁贸易杂志每个月都会刊出与高炉活动相关的准确数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济活动

我们已经注意到，“在经济不景气时购买股票，在经济活动活跃时出售股票”这样一条概论不足以作为投机政策的基础。我们应该关注各种经济活动指数的存在。编发这些数据的知名机构有商务部、美联储、哈佛经济协会和标准统计公司等。为了能发挥最大价值，这些指数既要考虑短期变化，又要考虑正常的长期增长。如果为这些因素留有适当的余地，标准统计公司关于 1929 年 5 月和 1930 年 3 月时工业生产指数显示，美国工业制造货物在前面这个月份比正常水平高 16%，而在后面这个月份则比这个正常水平低 7%。编发这些指数必须具有及时性，单周指数特别受欢迎。The Annalist 杂志最近开始每周发表商业活动指数，这对于研究股市的人是非常有用的。

预测商业指数价值

股票市场的波动会预示经济活动的变化，这在以前被认为是真理。但是 1919 年 11 月股市登顶转而下跌的时间比经济活动达到高峰足足提前了 4 个月。在过去的 10 年里，股票市场似乎已经丧失了经济活动预报员的价值，经济活动反而成为了股市活动的预报员。1929 年，一些主要的总体经济指数显示了经济活动的高峰期在 5 月、6 月或 7 月，而事实并没有按预期发生。9 月 23 日那天，股市暴跌，而标准统计公司的“交易与证券服务部”还在说，“对于那些具有很大内在价值的股票来说，这只不过是偶然的技术性下挫罢了。总的来说，经济状况还是十分令人满意的。”

股利收入

在一个完全不同的方向上，阿耶已经发现了一些有趣事实，是关于股票价格和股利之间关系的。用计算道琼斯工业股平均指数的所有股票的总价除以支付股利总额，我们就会得到一个指数，实际上就是收益率的平均数。在牛市时，卖掉股票就会赚到小额资本回报；而在熊市时卖掉股票就会赔掉大额资本回报。在过去的 30 年里，只有一次牛市中，该指数没有超过 20，而所有的熊市中该指数都低于 17。根据这一事实，一旦我们看出股市发展趋势，我们就可以为其设定一个最低限。

你会觉得非常有趣，当注意到这种“倍数曲线”图——总股价等于总股息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



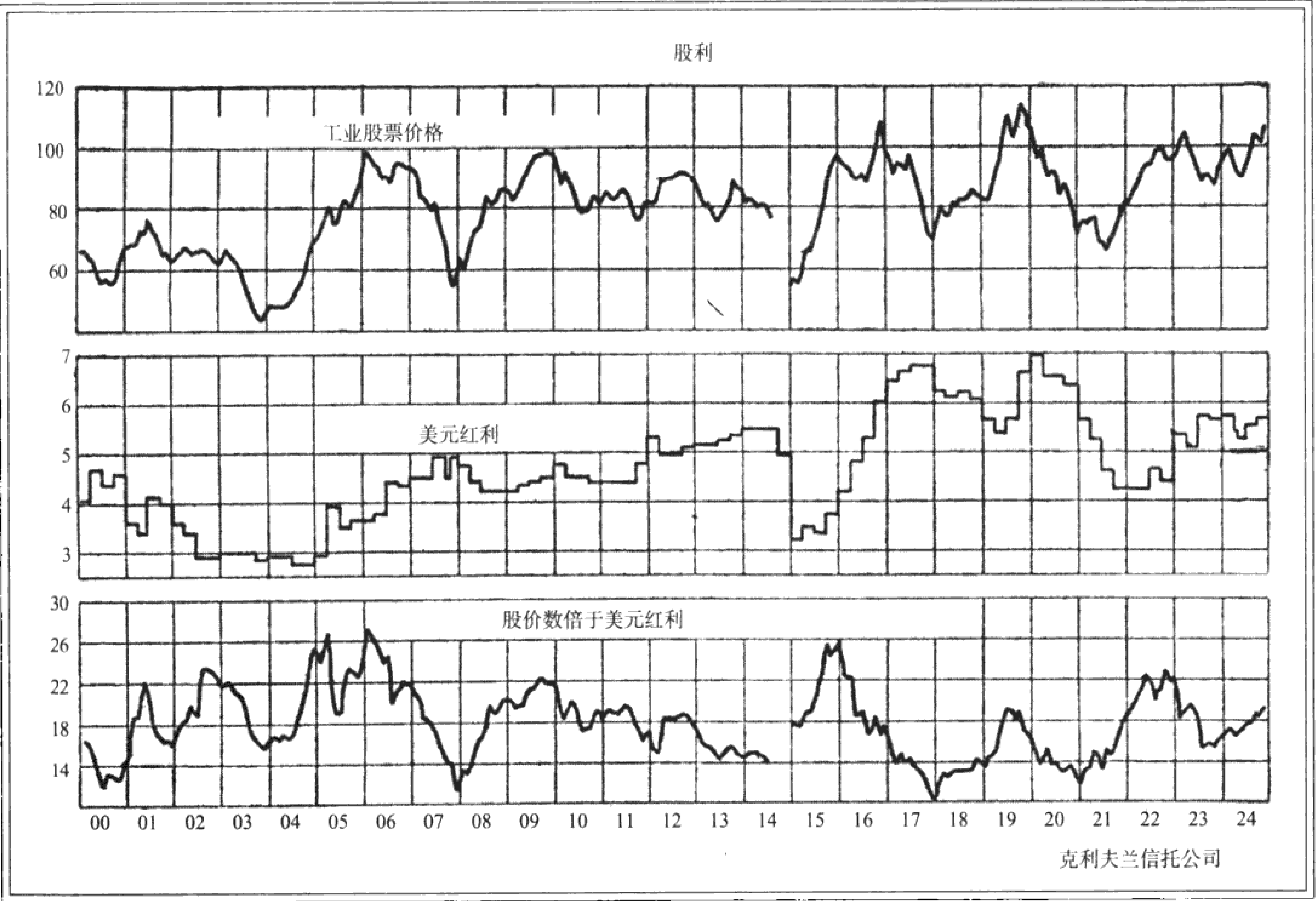


图6-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的多少倍——看起来与反映股价平均指数本身的图有很大的不同。1906 年，倍数曲线达到了多年以来的最高点，当时那些工业股股票总售价为总股利的 26 倍以上。以这种方式衡量，在 1919 年和 1925～1926 年的牛市中，跟只考虑道琼斯平均指数相比，26 的倍数并不能反映出当时的牛市多么了不起。就连 1926～1929 年的牛市，在道琼斯指数图上显示得就像珠穆朗玛峰放在阿尔卑斯山一样，这个市价与股利的倍数指标也仅仅是提高到了 30 左右。以前的记录是被打破了，但并没有超过很多。

费歇尔指数

对于研究股市的人来说，另一个重要的指数就是费歇尔商品价格指数，它是由耶鲁大学教授欧文·费歇尔设计出来的。商品价格指数有很多种，但费歇尔指数可能是最好的。该指数的显著优点在于能够每周发布，因而该指数的发布总像是有用的新闻而不是无用的历史资料。工业和贸易在商品市场价格上涨时，要比在市场衰退时更赚钱。物价大幅上涨止步于 1920 年 5 月，在其迅速上涨期间几乎所有的企业都可以轻松获取利润。另一方面，在接下来的 20 个月中，价格水平几乎下降了一半，这种暴跌令贸易瘫痪，只有那些特别幸运或管理水平特别高的公司才赚到了钱。

价格波动如何影响经济

商品价格的过度上涨和兴奋剂使用过量的后果一样糟糕，因而，商人们并不希望他们交易的商品价格会大幅度地迅速上涨。过去人们认为价格的适当增长会为商业提供理想条件，正常贸易利润会随着货物价格的不断上涨而稍有增加。物价小幅无规律下跌的情况持续到 1929 年夏天，但这种情况下，美国的经济却得以有史以来持续时间最长的繁荣。很明显，只有价格水平的剧烈变化才会影响经济，商品价格的大幅下降往往要比经济衰退和股市下跌的时间更长，这就使得商品指数在一定程度上失去了预测的价值。

可能读者看到这一点后会感到有些失望，因为没有人能够提出可靠的规则可以让他们用来预测股市的大幅波动。但是假如真的有任何可靠的技术方法可以预测股市的大幅波动的话，那么可能股市就不会有大波动产生了。如果每个证券交易商花个半小时进行研究，就可以知道或能够发现股市将要下跌，那么也就不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有人去买股票了。一直以来都是如此，不会有所有因素都倾向于导致证券价格上涨的时候，也不会有所有因素都倾向于导致熊市产生的时候，人们谈论最多的永远是导致股价涨跌的各因素的平衡问题。

勇敢指数

前面的段落已经大致描述了经济活动与股市的复杂关系，范·施特姆在他的杰作《预测股市走势》中，对将经济数据与投机联系起来的各种统计学方法进行了更为详细的分析。所有这些方法，或许是有用的，但也都存在着一个基本的缺陷。股市的趋势是由成千上万证券交易商的买卖活动形成的，而他们的交易仅仅是部分，或有意无意地反映了贸易状况。此时他们的希望和彼时他们的担忧可能要比钢铁产量、铁路货运量或是其他的一些经济事实更严重地影响股价。

1929 年 5 月，著名经济学家保罗·克莱先生在一次美国统计协会的宴会上指出，股市已经超越了所有基于经济统计数字和经济学基本原理做出的出售信号而持续上涨。他进一步指出，只要广大证券交易商有足够的勇气、金钱或有能力去贷款继续购买股票，那么股票价格还会进一步上涨。克莱先生指出，只有“勇敢指数”才能预测股市拐点，并且他相信这个拐点将会在劳工节（九月的第一个星期一）前出现，这一颇具特色的预测仅仅与实际相差一天。

诸多因素的平衡

投机不是件简单的事。一个业余证券交易商不能拿着几千美元，一次花上 15 分钟，把投机当作副业，就会比做其他事有更大的成功。与一般的行业相比，投机的确需要更广博的学识、更密切的关注和更合理的判断。纽约证券交易中心的股价要受法国政治、德国银行状况、近东战争或战争的传言、中国金融市场、阿根廷小麦作物状况、墨西哥国会的态度，以及许多国内影响因素的影响。成功的投机者要仔细权衡这些影响，不考虑他人的争论，得出一个恰当的各因素综合平衡关系的结论。但做到这一点也只是一个开端。如果他认为这种平衡关系更倾向于股价上涨，那么他还必须决定购买哪些股票以使利润最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永远的股市波动

证券交易商在确定股市将朝某一方向发展后，不仅要对情形做出仔细分析，还必须不断去关注其状况。牛市和熊市持续的时间比较长，一般证券交易商常常忘记了在股价接近高峰时，什么样的波动都有可能发生。此时，商人惯有的沉着对其判断并没有什么帮助。当经济繁荣即将走向低谷时，牛市通常也走到了尽头。此时，很多企业家正在制订发展计划，领导者们乐观地高谈阔论，前景一片大好。在这种情况下，出售股票需要真正的勇气，因为当时要出售的股票中会有许多在其持有者看来，与尚未购买的股票相比还属于价值被低估的。而当牛市刚刚开始时，这种情况就会完全相反。经济萧条到来，无数企业的经营将进入低谷甚至破产。那些热衷于牛市理论，或按牛市理论来交易股票的人，其是否明智很可能会遭受到朋友们的质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

投机的生命线

贷款是投机的生命线，不贷款也可以投机，但是贷款可以扩大投机规模，如果用借来的钱投机成功，获取的利润会更大。因而金融市场就成了投机运作的重要影响因素，即使对那些不贷款的投机者也是如此。

我们很容易用数学方法证明借钱可以大大提高成功投机所带来的利润。假设某证券交易商以每股 100 美元的价钱买了 100 股某股票，其中他自己的钱是 2000 美元，其余的 8000 美元都是借来的。如果以每股 125 美元的价格将股票卖掉，那么，不考虑佣金和利息的话，他会赚到 2500 美元，或者说他的资本回报率为 125%。如果只以他自己的经济能力去买股票的话，那么他最多只能买 20 股，而资本回报率就只有 25% 了。

金字塔式交易

让我们稍微改变一下上面的假设，假设购买股票的价格从 100 点上涨至 200 点，再假设该证券交易商以间歇贷款的方式不断购入股票，以使他的自有权益保持占股票总市值的 20%。基于修正后的这个假设，当股价涨到 125 美元时，他又贷款买入 80 股，那么他手中的股票就达到 180 股，当时市价总值为 22500 美元，他的欠款金额为 18000 美元。当股价涨到 150 美元时，他可以再贷款 18000 美元买入 120 股。这样他手中的股票数就达到了 300 股，总值 45000 美元，而他的欠款金额为 36000 美元。当股价涨到 175 美元时，他又贷款 24500 美元买入 140 股。他持有股票的总市值达到 77000 美元，欠款总额达到 60500 美元。等股价最终涨到 200 美元时，他可能将手中总市值为 88000 美元的 440 股全部卖掉。还清贷款后，他还剩 27500 美元，资本回报率为 1275%。如果他以此借款限额每上涨 10 个点就买入股票，那么他的资本回报率更会大得惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当保证金业务员忙起来时

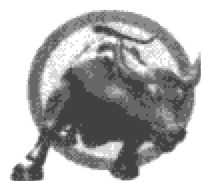
不用说，这种金字塔式的购买过程在实际操作中永远都不能实现上面的结果。经纪人很乐意以20%的保证金与他们的客户做生意，但那并不意味着证券交易商可以在所有不足20%的股票下跌波动中毫无风险，相反，那意味着他要确保保证金不少于20%。一旦某一特定股票的下跌超过了这20%的权益，经纪人就会要求更高的保证金，如果达不到，他就会卖掉其客户的部分或全部股票以保全自己。经纪人必须这样做，为的是对其他客户公平，因为这些客户是依赖经纪人充足的资金来保护其账户的。有经验的证券交易商会去选择那些坚持索要足够保证金的经纪人，而不是那些在这方面比较大度的经纪人。

现在我们假设以金字塔式购买的证券交易商进行股票运作到股价150点时，突然发生了一次15个点的下跌，那么他的300股股票的总市值就变成了40500美元，而不是50000美元，其中他自己的权益只有4500美元。如果他没有能力，或不愿意再拿出一笔现金，那么经纪人就要将其股份中的150股卖掉以保证其权益达到其账户总借方余额的20%。幅度再大一点的股价下跌就会将他的利润一笔勾销，这种现象经常发生在那些保证金交易商身上。他也许在牛市时一直买人股票，结果却在股市下跌或是标志着牛市终结的第一次股价暴跌中利润归零。

银行盈余资金的出口

某些证券交易商不还贷款的事实不足以成为反对以贷款方式进行投机的理由。对于那些适度借贷的证券交易商来说，贷款依然是一种很有用的工具。上市交易的股票和债券贷款也是银行、公司和富豪们最有用的盈余资金出口。纽约银行有时从其本行、内部代理银行及其他人账户对外发放的贷款金额高达70亿美元，作为抵押贷款市场的一个重要因子，从其他人账户发放的贷款是一个新近发展出来的贷款形式。其他的贷款人主要包括公司、投资信托人以及一些拥有大笔闲置资金的富豪。这些贷款大多是活期的，一经要求即需偿还，实务中借款经纪人是按日续借的。比如位于堪萨斯州的一家地方银行，会把其金库中的闲置资金转运到其纽约的代理银行对外活期放贷，收取3%～6%的贷款利息并且确保利息能一经通知，24小时内即到账。这种贷款不仅是闲置资金的一种流动性最强的投资形式，而且实际上也没有什么风险。1929年经纪人贷款的质量经历了严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



峻的考验，但在几个星期之内，所有30亿美元的贷款都按通知归还了，没有一笔延期，贷款人也没有发生任何损失。

贷款除了可以使投机者以相同的自有资本持有2～5倍数量的股票，由此赚取利润之外，还可使他们获取另一种利润。比如在萧条时期，某出售中的季付股利股票的收益率为8%，而贷款利率为5%，那么，即使股票没有任何上涨，贷款购买人也可以获得大额资本回报。我们假设该股票的售价为100美元，股利率8%，证券交易商以5%的利率向银行贷款7000美元来购入100股股票，他获得的股利为每年800美元，扣除350美元的银行贷款利息，余下的就是他的股票投资的净收益，它就是450美元；或按3000美元的自有股本计算，其资本回报率为15%。

金融市场控制着股票市场吗

某种程度上说，正是基于贷款利率水平和投机者利润之间的这种关系，股市研究者们普遍认同这样一条理论：金融市场直接控制着股票市场。人们通常认为低贷款利率会促使股价上涨，高贷款利率则促使股价下降。在最近出版的一本关于此话题的书——欧文斯和哈代的《利率和股票投机》中，作者概括这个获得普遍认同的理论为“短期利率波动是影响投机性股票在股市上的价格和成交量变动的主要原因”。这部书的研究结论是：“没有证据表明金融市场是带动股价涨跌的决定性因素。”

股票会如何发展

在用贷款购买股票所赚到的利润中，有一种是直接取决于投机者收到的股利和他需要为贷款支付的利息之间的差额。那么顺理成章，追求利润的投机者的股票运作绝对取决于金融市场的状况。如果贷款利率涨到这样一个高度，他得到的股利比他需要支付的贷款利息还少，那么显然他应从股市中退出。问题是，这种形式的投机运作到底进行到了什么程度。很少有证券交易商愿意以5%的利率去贷款，然后以面值价格购入股利率为8%的股票这种方式来赚取利润。对于一般的证券交易商，除非他还认为股价有上升的可能性，否则他是不会以这种方式去买股票的。反过来，就会像1929年夏天那样，成千上万的证券交易商相信股价很可能会上升，即便贷款利率高达10%，他们也义无反顾地贷款投机。从收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利和支出利息的观点来看，股票自我发展的事实使交易商十分果断地坚持自己的立场，只是在“入不敷出”的时候才会有所动摇。对于一个新买主而言，如果股票价格涨得很高，导致收益不足以偿付贷款的利息，或是贷款利率上涨导致了同样的结果，他的立场就会动摇。如果有迹象表明股市将要下跌，那么明智的投机者就要考虑出售股票了。在最后的分析中，明智的证券交易商出售其股票在很大程度上促成了牛市的终结。

是原因还是巧合

利率的波动到底会不会引起股价水平的波动？无论这个问题对于理论经济学家的意义何在，股票投机者都不会很想知道。答案也许是否定的。如果这两个现象不存在因果关系，而是其他原因导致的相关联的结果，对我们的目标来说也没什么影响。或许金融市场不会“导致”证券价格的变动，但如果有证据显示，过去贷款利率的上升总是在股价下降之前发生，贷款利率的下降又总是提前于股价上涨的话，那么研究金融市场对于股票投机者来说就比较重要了。

季节性变动

现在我们有必要评论一下专业的统计学家常用的两个短语了，它们是“季节性变动”和“长期趋势”。前者的意思不言自明，每个家庭妇女都熟悉鲜蛋价格的季节性变动，餐桌对鲜蛋的需要是相当稳定的，而母鸡却完全无视人们的食欲，它们的产蛋能力随着季节的改变而变化，因此，鲜蛋的价格变化也就很自然了。金融市场的季节性变动是一个自然现象，这不是很容易可以看出来的。但银行家们都知道，贷款利率常常在夏末和秋天的时候上涨，并在每年的最后一个季度达到高峰，然后在来年1月份陡然下跌，因为企业家们喜欢在那时还债以便让他们的年度报告看起来尽可能体面一些。每年早春都会有一个季节性的上涨，并在3月份停止，接下来就是下降，到6月份降到当年的低点。

联邦储备系统的影响

以前贷款利率的季节性变动比现在要频繁得多。在联邦储备系统建立之前，美国货币体系完全没有弹性。我们的货币包括黄金、辅币、根据黄金白银储蓄发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行的金币券、银币券，国家券（或绿背）和由某些政府债券担保的银行券。只有在黄金被开采并铸造成金币以后才能增发货币。银行信贷也必然是没有弹性的，因为根据法律规定，银行要保证一定的最低储备。在那种体制下，每隔15或20年，国内货币就会出现不能满足企业扩张需求的问题，结果引发发生大恐慌，贷款利率暂时性地完全淡出人们的视线。这个缺乏理性的体制在1913年被联邦储备系统所取代。如今12个联邦储备区银行有权向它们的成员银行发行联邦储备券，而这些成员银行则将客户的联邦储备券或政府债券作为抵押物。通过这种方式，银行灵活地提供货币来满足美国起伏波动的经济需求，一旦经济过度繁荣，通过对借款的会员银行提高再贴现率，可以在一定程度上控制这种过度扩张。这不仅可以通过增加成本制止投机性借款，对经济发展态势也有巨大的影响。总而言之，由于我们的货币将会扩大发行并且它和经济需要联动，理论上看，贷款利率不应该再有季节性变动。但实际上，贷款利率仍然有季节性变动，幅度大约为1913年前这种变动的一半。

“长期趋势”是指不受季节因素影响的长期发展趋势。比如将鲜蛋的产量按月汇编成表，在几年的时间里，它不仅显现出季节性的波动，而且随着母鸡数量的增加以及孵化和饲养水平的提高而呈现上升的趋势。在绘制经济统计图时，我们既要考虑季节性变化也要考虑长期趋势，以反映事实的真正意义。当然也有一些数据不会发生这样的变化。贷款利率就没有可以识别的长期趋势。

活期贷款利率

从表面上看，对于投机者最重要的贷款利率要数纽约股市上经纪人活期贷款利率了。事实正是这样，活期贷款的利率是一种很不稳定的利率，它随着市场形势的变化每天都在变动。60～90天期限的经纪人抵押贷款的利率，始终是一个更好的金融市场状况指数。而对显示金融市场状况真正重要的利率却不是这些，而是在60～90天内到期的主要商业票据的利率。生产厂商和商人的票据打折卖给票据经纪人，然后又被他们卖给有剩余资金的银行，商业票据的供给就形成了。这种票据的利率反映了具有良好信用的大借款人的资本成本。银行承兑汇票，即由信誉良好的银行承兑的远期支付汇票，通常与客户的经营活动有关，是一种流动性很强的短期投资方式。因而，票据贴现率成为金融市场的另一个指数。就此目的而言，也许商业票据的利率应用得最为普遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关性

现在我们应该弄清楚利率和股票价格之间到底有没有关系了。前文已经提到欧文斯和哈代的著作，他们在这个问题上已经做了深入的研究，他们的结论是“股票价格与利率之间的关系不是随机的”。通过运用一个被称为“皮尔逊相关系数”的深奥数学概念，我们可以从统计学上衡量这两个不断变动的指数一起波动的程度，如果它们的变动完全同步，该系数就是1；如果没有任何关系，该系数就为0。当其中一个指标的一系列数据明显滞后于另一个指标一个显著的时间间隔时，我们也可以测试其相关程度。两位作者发现，在这种情况下，利率和股价存在着很小程度的相关性。当利率落后于股价9～12个月的时间，就会显示出两者有一个很大的相关程度。简单地说，这意味着“利率上涨后，过6～9个月就会出现股票价格的下跌，反之则上涨”。股票价格下跌或上涨之后一年左右会出现利率的上升或下降。

当股价下跌时

为了运用利率和股价高相关性的事实来帮助找到预测股市波动的最好方法，我们要假设一个偶然的关系，而欧文斯和哈代先生却恰恰相反。人们认可的贷款利率和证券价格之间关系的理论描绘出一个经济周期，它以经济萧条为起点。经济大萧条的典型表现就是由商业活动的减少和对资金需求的下降而导致的利率下降，股价会提前一点开始下跌，或者在商业活动高峰不久开始下跌。所以当经济衰退正在进行的时候，股价已经下跌得很多了。股价的下跌和经济的衰退都严重打击了投资者和投机者的信心，而且他们中很多人的资本都缩水了。盲目乐观的企业家不得不卖掉手中的部分股票以维持他们的营运资本，从而应对不断缩水的存货价值和可能的坏账损失。那些在牛市呆得过久而错失赚钱机会的多头投机者们大部分被自动淘汰了。

投机商人

在这样的时候，总会有一些有流动资金的精明投机者，而且，即便经济发展步伐放缓，他们的资金依旧在一点点积累起来。手中有资金的投资者和投机者现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在发现他们可以购买可靠的投资、债券和高级股票，以获取不错的资本回报。随着证券价格和贷款利率的下降，收益的吸引力快速成倍增长。如果说当金融市场贷款利率为5%时，以100点购入股利率为7%的股票，是一笔好买卖的话，那么在金融市场贷款利率为4%～5%时以90点购买就更好了。因而，好的股票的积累往往在经济萧条的初期就开始，并会在不久以后终止萧条的状况。由于相信经济衰退会发生，人们首先会购买最优级证券，也正是这个原因，债券价格才往往先于股票价格开始上涨。同样，投资性股票会先于投机性更强的股票开始下跌。

不断增长的商业利润

在经济萧条时期，各行业利润达到最低甚至为零，证券的买家起初不会去考虑预期的商业利润和股利。他们关心的是像美国电话电报公司、通用电器和艾奇逊铁路局这样的公司继续支付股利的可能性。对这些股票的投资最终阻止了股市下降的走势，而且贷款利率的进一步下降使购买股票变得更加有吸引力。对敏锐的观察家来说，很明显，除了个别股票或一批股票偶尔会出现突然的抛售外，还没有任何迹象表明股价会走低。股市的这种稳定性更会激发证券交易商的信心，不久牛市就会形成。

经济开始复苏，某些行业复苏的时间比其他行业要早一些。除了高股利率股票可以赚到高额回报的吸引力外，股利随着其企业利润的增加也会增加，这也同样有着很大的吸引力。许多行业大公司的收益月报表和季报表为那些大城市金融区里流传的关于“建设性”的股利政策的传言提供了根据，这些传言大多是由经纪人通过电报发出或是刊登在报纸的金融版面上的。经济萧条时期公众普遍缺乏信心的状况，现在由健康人的自然乐观取而代之。股市本身的行为是经纪人最好的广告，新老客户为牛市所吸引，并开始收获由股市价值总体上升带来的利润。

牛市自毁

对于这种上涨本身进行的股票投机，最终会终止贷款利率的下行趋势，因此也破坏了其自身的基础。接下来的经济复苏使人们对资金的需求量增加，贷款利率随之上升。金融市场现在已经不是促进证券价格上升的主要因素。随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济繁荣的到来，股利上涨的希望得以实现，抵消了不断提高的投机成本。而且，证券价格的上涨已经获得了巨大的动力，需要强大的制动力量才能令其停下来。一般股市的大波动会持续相当长的时间，以至于那些业余的投机者都忘了还会有相反的波动产生。贷款利率一定程度的上涨对牛市的终止是必要的。

最终，我们在前面一直描述的牛市达到了这样一个点位，此时出售股票可能产生的利润为刚开始上涨时股价的一半或三分之二。考虑到实际股利和贷款利率的关系，股票已经不再便宜。做多头的股票交易商已经停止了期望在接下来的几个月得到上升的收益或股利的购买行为，并且很多时候也不再去想未来十年它的光明前景。这里有两个陷阱，即使是对明智的证券交易商也同样危险。第一，证券交易商看到了某些股票群——比如 1916 年的战时新娘，1929 年的公用事业股——价格上涨远远超过了对他们最大可能价格的合理判断。他可能会认为一般的价值规则毕竟不能应用于某些特别的股票群，从而在下跌前夕买入股票。第二，大批股票会由于缺少股市倡议或是出于其他原因，与总体的股价上涨不同步，他也许对此抱有危险的幻想，以为直到他们的价格大涨之后股市才会停止上涨。

如果贷款利率随着商人和生产厂商对资金需求的增长而不断上升，收益率随着证券价格的上升而不断下降，那么贷款投机正迅速变得无利可图。许多情况下，企业家出售他们手中的证券以便有足够的资金来做更大的生意，而精明的投机者会抛售那些没有什么发展前景的股票。这种行为是对股市上行运动的致命打击。一旦发生，股市的下行就有了动力。就像投机者在股市上涨时可以金字塔式累进投资一样，股市下跌时也会被迫出售。当保证金随着价格的下降而耗尽，经纪人会把他们的股票都卖掉。强行出售会使股价继续下降，其他投机者的保证金也在耗尽。这个过程会一直持续到收益率再次高于贷款成本，接着那些手中有现金的投机商再次到来，阻止抛售的大潮。

证券价格的广泛波动可能会与贷款利率的适度波动一起发生，这并不与两者之间的相关理论相悖。如果牛市时间足够长，带来的利润已经非常低，即便贷款利率还没有上涨很多，股市本身也会摇摇欲坠。类似地，如果股价已经跌到很低，即便金融市场上 8% 的贷款利率再适当降低，也不会使股价反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛指数

一张股票价格和贷款利率的关系图足以清晰地表明两者之间的关系。仔细研究这些数据，哈佛经济协会的经济学家和统计学家们几年前就发现，主要商业本票的月平均利率由于季节性变动从某一低点上涨1%～25%时，往往就是出售股票的大好时机。反之，从一个高峰开始下跌1%～25%时就是购买股票的最好时机。这里，我们得到了一个重要的预测股市波动的经验法则。这个规律并不绝对可靠，也不会总是奏效，但是与其他指数联系起来使用，它就会成为一个有用的投机工具。

短期贷款和债券收益率

有一种金融市场的关系看起来对股票市场有着重要意义，那就是短期贷款和高级债券收益率之间的关系。阿耶已经指出，在过去的30年中，当为期90天的抵押贷款利率比高级债券的收益率低时，股票价格就会呈上涨趋势。反之，当该贷款利率高于高级债券收益率时，股票价格就会下降。图7－1可以清晰地反映这种关系。当定期贷款利率低于债券收益率时，我们用实线表示股票价格；当贷款利率高于债券收入时，用虚线表示股票价格。此图是针对1928年夏天的行情做出的，图中显示，1928年1月该“晴雨表”发出了出售股票的信号，这足足提前了18个多月。1930年3月它发出了购买信号。

为何所有的晴雨表都不管用了

在1929年的牛市中，没有哪个基于经济活动或金融市场的统计学指数的表现让人满意，它们都提前很多个月发出了抛售股票的信号。与图表显示的以前的购买价水平相比，那些盲目听从这些指数的证券交易商将他们的股票全部卖掉会得到不菲的利润，但是看到股价后来还在继续上涨，他们就会对自己的收入完全不满意了。

为什么所有这些指数都失效了呢？答案当然在于股票价格还要受无法预知的人的冲动所影响。大多数证券交易商都是乐观主义者，因而他们更倾向于购买股票而不是出售股票。长久的牛市不仅培育着投资公众的乐观主义情绪，也为他们提供着越来越多可以利用的资源。牛市获得的动力越大，终止它所需的时间就越长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

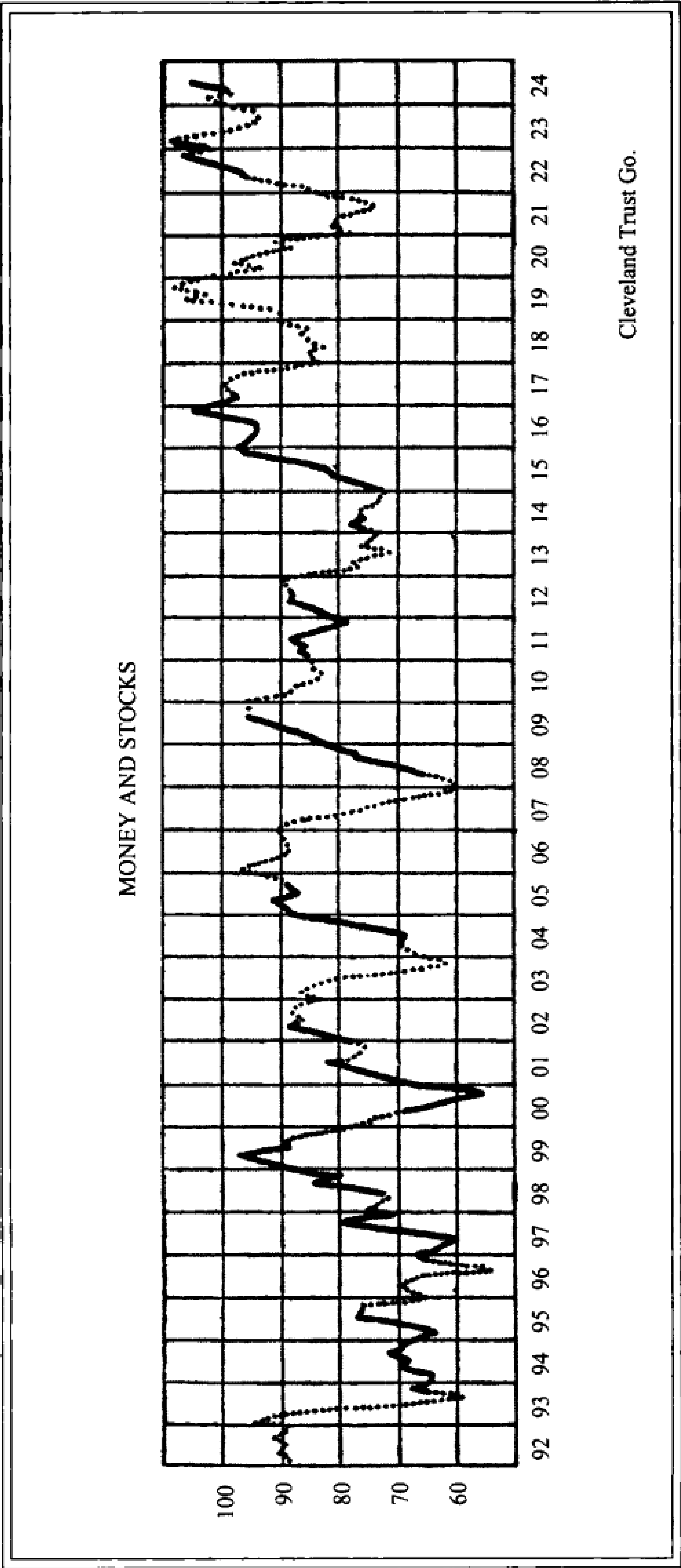


图7-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就像金融市场所关心的那样，1929 年的牛市似乎多个月以来一直与“股市上涨建立在低贷款利率基础上”的理论相冲突。然而我们注意到，1929 年牛市的辉煌出现在美国历史上为期最长的低贷款利率之后。连续 6 年，纽约活期贷款利率从未超过 6%，创造了银根放宽的新纪录。另一种关于高贷款利率迟迟没有打破 1929 年牛市的说法是，贷款利率高并不意味着可贷的款额不足。这在美国金融史上还是第一次，有充足的信贷去支持并存的创纪录的经济繁荣和破纪录的股票市场。对于这种现象，那些不受银行业权威部门控制的“其他”贷款人要负很大的责任。

苟延残喘

一项对经济学原理的研究表明，股票交易商有时候会在标准的经济指数发出警告后依旧继续持有他们的股票，而且还能够获利。很明显，牛市不会在教条的经济学家和统计学家推想的中止时间一点不差地停下来。过了那个言之凿凿的点之后，牛市就像一个苟延残喘的八旬老人，他可能还有几个月的活头，但是已一天不如一天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 技术因素及经济基础

前面的几章清楚地证明了经济活动水平、金融市场状况和股票价格趋势之间存在着明确的联系。然而，1929 年夏天火爆的牛市可能会令人们错误地以为，旧的经济理论已不再适用。接下来的事实证明，那些经过实践检验的理论仍然有效。

对于那些想寻找一条通往财富的捷径的乐观派来说，这是个打击。股市记录也表明经济基础对于股票市场的影响是不规律的。1923 年，商业的膨胀和股票价格的暴涨在一系列调整措施下得到了一定的缓解。6 年后，银行业权威部门的缓和措施几乎完全失去作用，失控的牛市逐渐走向自我终结。

复合预报员

如果说没有一个统计学指数可以准确无误地预测股市的走势，那么将他们组合到一起还是有可能达到这个目的的。经过多年研究，统计学家找到了一些复合的指标来解决上述问题。纽约大学的威尔福德·金博士的研究结果是公布出来的所有研究成果中最煞费苦心的一个。作为所在专业的权威人士，金博士近期宣布他已经设计完成一个由 44 个统计数列合并而成的“复合预报员”，并公开发表了该预报员 30 年来的研究记录。

通过对金博士的复合预报员过去的绩效进行研究，我们可以清楚地发现，如果一个投资者在该预报员发出信号时买卖那些参与计算道琼斯指数的股票，他的盈利将远远超出在 1900 年买进同样股票但一直没有卖出的投资者。这一结论只是强调了一个很明显的事实，即在每个熊市的谷底买进那些最主要的活跃的上市股票并在每个牛市的最顶峰卖掉，要比长期持有那些股票更能盈利。金博士的复合预报员在 1929 年 1 月发出了抛售股票的信号，然而和简单的诸如高炉指数相比，它的预测效果并没有明显优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



惊人的上涨

一定不要忘了，证券交易商买进的是具体的单只股票，而不是市场平均股票。一个接受金博士复合预报员研究记录的人，饶有兴致地回顾了他持有一批标准燃气电力公司股票的历史。他在 1928 年以 64 美元的价格买进该股票，然后又在 1929 年 9 月以 221.75 美元的价格将股票出售，赚到了一大笔钱。如果这位幸运的股票持有人是在 1 月而不是 9 月出售该批股票的话，那么当时价位是 82 ~ 99.875 美元。他只有在下年秋天仅 10 天的股市恐慌期中，才可能以低于以上均价的价位再次购入该股票。

我们有很多讨论金博士复合预报员的机会。完全可以这样认为，如果在如此杰出的统计学家进行艰辛研究之后的成果也不过如此的话，那么想寻找到一个令人满意的基于经济学原理的预测工具基本是不可能的了。即使这样的预测工具可以被开发出来，即使它能被发表在每份美国报纸的金融专栏，我们也可以肯定，当下次它发出抛售信号时，一般证券交易商都会说："这次一定又错了。"

如果经济学原理只能提供一个"部分"令人满意的预测股票市场走势的方法，我们还可以从哪里找到希望呢？我们能从经纪人的市场报告书中的"有价证券市场状况"这个短语中寻找到答案吗？这个短语真的能说清楚什么吗？或者仅仅是那些疲倦的经纪人市场报告书的作者，向读者隐藏了他们对未来市场走势一无所知的一句行话呢？对于这些问题，我们没有明确的答案。或许可以这样说，"有价证券市场状况"还是有意义的、重要的，是我们问题的另外一个"部分"解决方法。

什么是"弱手"

严谨的人一定会对另一个在与股票市场有关的文章中经常出现的词反感，此类文章经常会提到某某股票已经到了"强手"手中。"强手"到底指什么？比如说汉瑞·施帕古·乔森先生，作为两家银行以及多家工业企业的总裁，拥有劳斯莱斯汽车和游艇，帕克大街彭特公寓的业主，他要是购买了 500 股联合调味公司的股票，那这批股票就会被说成到了强手手中。反过来说，普通人威廉·史密斯，一个根本不认识董事会成员和社会名流的出身卑微的郊区居民，购买了 25 股同样的股票，可能就会被认为股票到了"弱手"手中。这些假设并不一定正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确。如果实际上施帕古·乔森先生是一位保证金交易商（不管他的交易量如何大），而史密斯先生是完全的现金买入，那么，后者才是一个真正的“强手”。

在下购买订单时，现金投资者并不会比保证金交易商有优势。情况正相反，由于保证金交易商一般会向其经纪人支付更多的佣金，这样他们的事务性费用就会占更小的比例。在持有股票方面，现金购买者有巨大的优势，无论其持有量是大还是小，没有人能从他的手中将这些股份夺走。如果他们什么时候高兴，就可以将这些股票卖掉，完全不用考虑外部人的意愿。而保证金交易商则要受股市的支配。一旦他们持有的股票价格下降到某个点，保证金交易商就必须给他的经纪人更多的现金，或者卖掉一部分股票。

高保证金带来的危险性

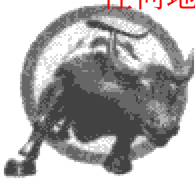
我们现在大致可以说保证金交易商就是“弱手”，他们自有权益的多少和界定“弱手”这个词没什么关系。在 1929 年的恐慌中，那些拥有价值几百万美元证券的保证金交易商基本被洗劫一空，但没有哪个现金投资者遭受如此之大的损失。1929 年发生的荒唐事很多，其中一件是人们认为要求保证金比例达到 40% 才能构成财务状况安全。随后发生的情况是，股票价格已经一路下跌，40% 的保证金比例自动为这种持续下跌的程度划定界限。由于每次后续的保证金要求都会导致更多的股票抛售，其他账户的利益也就受到了损害。当大量这样的账户被注销时，恐慌也就结束了。而现金交易商，完全可以按自己的意愿支配股票买卖，成为真正的“强手”，他们的买入常常受到称赞，给经纪人行情室带来欢乐气氛。

作为开端，我们已经解决了一个概念。现在我们可以定义什么是“有价证券市场状况”了，简而言之，它就是强手手中的股票与弱手手中的股票的比率。当强手手中的股票比例高得反常时，就可以称证券市场状况强；当股票由强手逐渐转移到保证金交易商的账户时，强的有价证券市场状况就被削弱了。

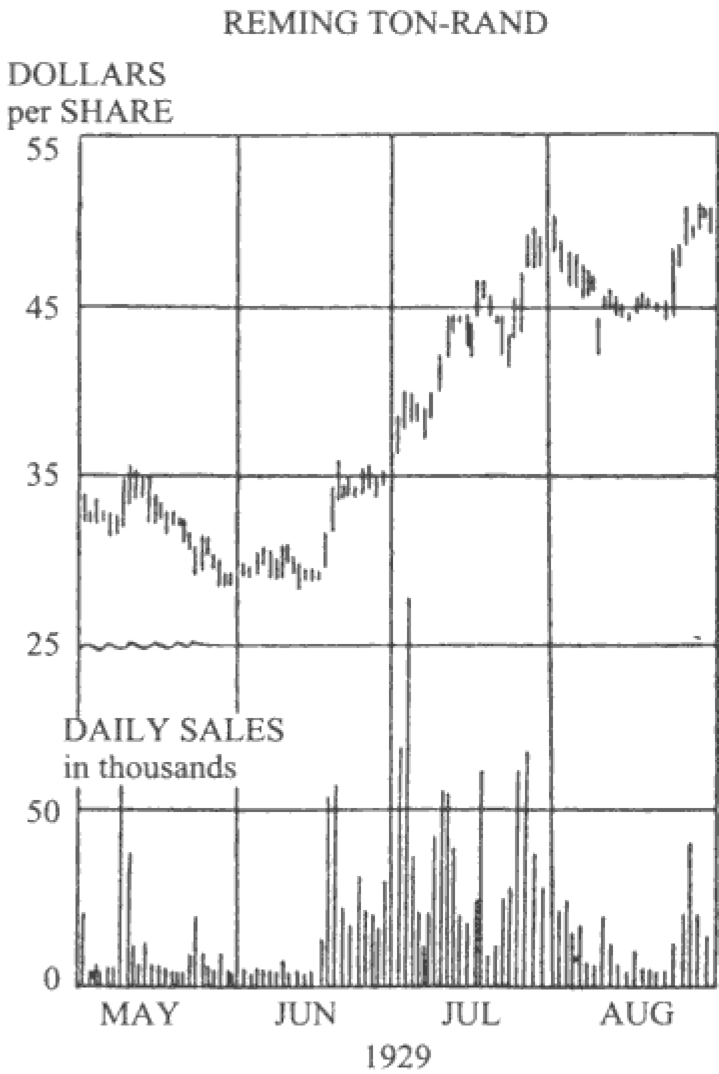
钢铁公司的股东

有大量统计数据可以参考，这是幸运的，尽管现在股市研究者也常会被它们弄得晕头转向。但对于我们现在的目标来说这又是不幸的，因为缺少关于保证金投资和现金投资股票的统计数字。最好的替代指标是美国钢铁公司普通股的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数和以经纪人名义持有的股份的百分比。这些统计数字每季度发布在《华尔街时报》钢铁公司部分栏目的开头。



上面提到的这张图显示了一些有趣的信息。从中我们会立刻发现，30 年来，现金交易商在股市下跌时数量巨大，而在股市上涨时少之又少。如果经纪人手中持有普通股的百分比能够代表保证金账户的股票数量（在“弱手”手中的股票数）的话，很明显，这个数字随股市价格上涨而增加，随股市价格下跌而减少。1926～1929 年的牛市中，普通股持有者人数的上升可能是人们开始接受把普通股作为长期投资这一思想的缘故。现金交易商在市场下跌期间更多地自由买入的旧趋势仍然继续，这可以在以下事实中得以体现：在 1929～1930 年的熊市中，前 9 个月普通股股东数的增加量几乎等于之前 27 个月的增加量。

回顾钢铁公司的历史，我们会发现，在任何时期都并没有什么经验法则可以用来评价证券市场状况的强弱，但是它把熊市定义为股票从弱手转移到强手的时期，并证实了以前的一个猜疑：从长远角度看，很多小的现金买家要比几个大的信贷买家更有影响力。这些结论虽然有用，但也没有提供现成的方法来解决这个数千人不断寻求答案的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪人贷款以及市场状况

人们从近年发布的经纪人贷款统计数字中发现了另一个衡量证券交易市场状况的数学指标。联邦储备委员会每周都要汇编，并发布所有纽约大银行向经纪人以及证券商们针对股票和债券发放的抵押贷款数额。这其中不仅包括给经纪人的，还包括给地方投资银行的贷款，但不包括通过大的纽约城市银行以外的其他渠道发放给经纪人的贷款。这些数据提供了“弱手”使用信贷金额的大致情况。他们每周都会公布，非常及时。通常是在每周四下午晚些时候公布截至前一天营业结束时给经纪人的贷款数额。

如果把经纪人贷款数作为一个对保证金交易商借款余额的大致估计数，那么经纪人贷款的增长率及减少率就成为了衡量证券市场状况恶化或改善的一个粗略指标。如果经纪人贷款数额的增加比股票价值增长得更快，那就强烈预示着市场状况受到损害。1929 年的 9 ~ 10 月，经纪人贷款增长了几亿美元，但是股票市场平均指数却没有什么上涨，这是一个危险的信号，被当时的一些评论家注意到了。相反，1929 年 11 月中旬到圣诞前夕期间，经纪人贷款总额持续减少，总计超过 8 亿美元，这应该已经使最胆小的人相信，此时大恐慌低位的反弹仅仅是股市大幅上涨的一个前奏。

一个真正的危险信号

在公布经纪人贷款数据的几年间，经纪人贷款的增长比率远远超过股市上涨的情况发生过四次。每一次都在之后的 60 天内，股市发生急速的下跌。1928 年 6 月和 12 月、1929 年 10 ~ 11 月和 1930 年 5 ~ 6 月，这几个时间段都出现了继经纪人贷款金额迅速增长之后，股市 6 周内跌幅超过 10 个百分点的情况。更值得注意的是，在 1929 年 1 月的经纪人贷款快速增长之后，发生了同幅度的股票价格上涨，因而，依赖于此预测办法的证券交易商就不会将手中的股票抛售，而当时其他预测手段则明确且过早地预告了熊市。少于 5 年的记录不足以用来证明该指数的价值。但逻辑和经验都表明，如果在 6 周或更短的时间内经纪人贷款增加 10% 甚至更多，而活跃的重要股票的价格又没有上涨的话，则是一个真正的危险信号。

迄今为止，对于市场状况要素的讨论限定在那些脱离市场本身活动的数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上。然而，如果没有提到对“股市未来发展可由其过去的历史预测出来”这一理论的各种限制的话，对这个问题的分析就是不完整的。广大证券交易商都相信，多日或多周的主要股票的活动和交易量之间的关系有着重要的预测价值，还有一些人则希望能找到股票未来的波动幅度和方向，以及交易量的线索。这些信念的逻辑基础是：股票是唯一在实务中所有交易都公开的交易工具。一个对可可豆感兴趣的进口商不可能得到所有有关可可豆售出时间、数量和价格的详细交易记录，即便没有买方和卖方的身份信息，他也会认为这种交易记录很有价值。确实，对于一个对通用汽车感兴趣的证券交易商来说，获得相关记录并不太难。

当庄家忙的时候

通过证券行市收报机，一个通用汽车股票的交易商不但能知道他的纸面利润或损失有多少，他还能看到对该股票进行的联合操纵的所有买卖记录。当然，这些记录中还掺杂着很多与联合操纵完全无关的个人或投资者的其他交易。而且任何时候都不能确定对某只股票的联合操纵正在进行中。“股票不是自己涨上去的，它们是被人为炒上去的”这一偏激的观点，得到了广大证券交易商的广泛认同，至少会使流连于经纪人行情室的交易商们怀疑活跃的股票存在联合操纵。假设联合操纵或者市场中存在足够强大的各种力量会引起股市的大幅波动，那什么样的市场动向能够提示我们出现了这些联合操纵活动或力量呢?

我们正在讨论的这一理论的忠实拥护者始终在读图表。制作这些图表很简单，每只股票每天只需要半分多钟。在图表的主体部分，纵轴表示每天股票价格的波动，图表底部的纵向线条记录成交量（通常要将周六的成交量翻一番才能形成连续的记录)，横轴表示时间。读这样的一张图表，绘图者看一眼就可以知道，比如说，某一天中他最喜欢的股票最高点和最低点分别是 80.25 点和 79 点，成交量 14000 股；第二天其股指稍高于前一日，波动于 81.50 点和 79.75 点之间，成交量为 18500 股。

如何读一张图表

交易商浏览其图表时，会急切地寻找“股票聚集”或“股票抛售”的迹象。他可能发现在三四天或是几周时间内，股票价格在一个相对较小的范围内波动。交易量的减小表明，设想的联合操纵如果不显著抬高价格，那么他们会越来越难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以从持有的股票中获得收益。如果在之前的波动范围内一个较高的价格水平基础上股票价格突然上涨，并伴随着交易量的放大，就会被认为是庄家已完成股票聚集并试图把股价抬到更高的水平。假设这些结论不仅是图表上显示的明确事实而且代表正确的推断，那么进一步假设该联合操纵管理得当、运作及时，则那些忠实的追随者购买该股票就将是有利可图的。

在图表上发现一条这样的“线”正在发展中，该证券交易商并不确定这条线不是预示股市的暴跌而是上涨。现在回到“特定市场的走向是由联合操纵造成的”这一无法证实的假设上来，股价暴涨之后发生一段时间的小幅波动，这也许表明联合操纵正遭遇投资者的大量抛售，以至于无法进一步提升股价。如果现在庄家开始抛售，该股可能就会突破已提高交易量的变动范围的底线，读图者会采取导致股市大幅下跌的行动。

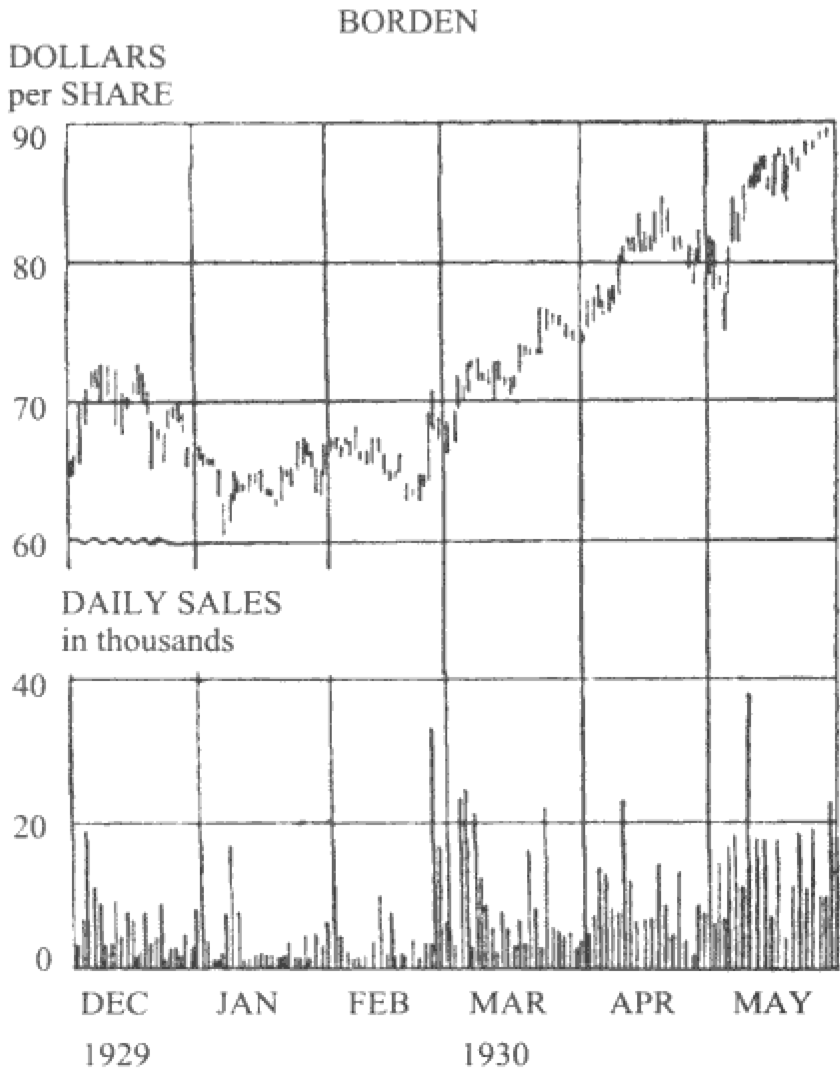


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读图表的几个例子

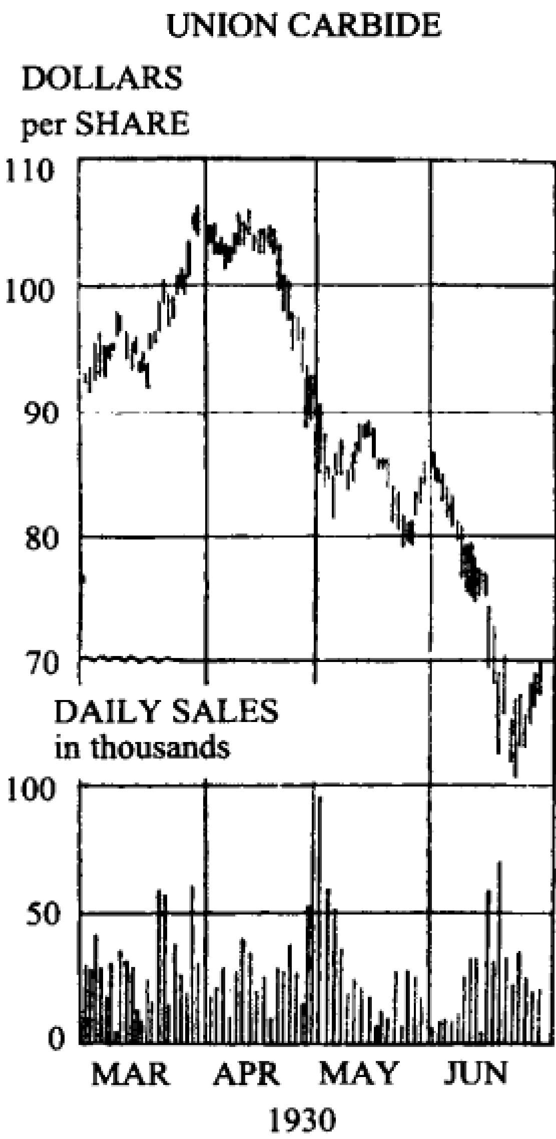
在1929年上半年中，雷明顿－兰德公司普通股的价格在28～35.75点之间波动，该股票的变动或许可以用来说明读图的某些玄妙的学问。图显示的是这一阶段的后期，5月份股票价格上扬至35.25点，成交量很大；接着发生大跌至28.125点，日成交量萎缩得很厉害；6月中旬股价再次上涨至35.375点，日成交量也大幅度提高；在6月份的最后9个交易日内，股票售出价在33.625～35.50点之间；7月1日，更大的成交量推动股票价格超过了之前的全年最高水平。在此期间，一个一直在研究该股票的交易商大量购入。凭着对图表的正确理解，他在一个月内获得了35%的资本回报。



1929年春，雷明顿－兰德公司35美元的股票价格标志着所谓的“抗升点”。在2月和5月，股价两次超过35点，但始终没能达到36点。从读图者的角度来讲，7月1日股价能够超过36点，自然成为一个股市向好的信号。1930年初期，博登公司股票也出现了类似的抗升点。在大恐慌后的首次反弹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，博登公司的股票价格在 12 月达到了 72.75 点，随后又降到了刚过 60 点的水平，并在 60 点和 68 点之间波动了两个月。2 月底，该股票价格又突然上涨至 70.50 点，两天后又上涨了 6.50 点，并且成交量很大。从读图者的角度来讲，在接下来股票价格下降的几天中，成交量的大幅下跌形成了看涨的态势。假如他仍然烦恼于 72.75 点的抗升点，那么他只需要等待几天后这种烦恼就可以摆脱了。奇怪的是，只 3 天过后，随着利好年报的公布，抗升点就被征服了。股价开始一路上升，期间没有几次中断，三个月后达到了 90.375 点。这种表现与前几章提到的美国罐头食品公司股票的表现形成鲜明的对比，并说明华尔街有着很多看起来很矛盾的现象。



1930 年春天联合碳化公司股票的图表就是这样一个畸形的例子。恐慌期过后，其股票价格 3 月末一下子飚升到 106.375 点，在连续 15 个成功交易日中，股票价格三次超过 105 点，但没有达到 106 点。另一方面，在此期间该股也没有回落到 101 点。在这段期间的后半段，交易量显著上升，这种不祥之兆之后便是更糟糕的一次下跌，4 月 21 日，其股票价格低于面值，几乎是直线暴跌了 40 点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图表的局限性

就这个问题，持怀疑态度的读者可能会问这些例子是不是经过了精挑细选，是否只是事后诸葛亮而非先见之明。很大程度上，这种想法是正确的。图表通常不会像那些例子那样就证券市场状况给出一个明确的指示。此外，对于那些正常日成交量不过几千股的股票来说，这样的图表没有什么作用，而且图表的有用性由于局限于短期交易而进一步被削弱。根据图表的指示购买某一股票，看到它上涨10%或者更多，然后犹豫不决，交易商不能因为一直捂着这些股票很长时间而遭受损失就责怪这个图表理论。而且，对个股应用图表理论时，如果碰巧他从图表得到的结论与对该股票的内在价值和股票市场发展趋势的判断相吻合，证券交易商自然会更有安全感。

谈到更广阔的领域，根据当前市场变动真的可以预测出大盘走势吗？毫无疑问，找到联合操纵的迹象是不可能的，没有哪个联合操纵会强大到足以动摇整个市场的地步。必须找到公众股票喜好的迹象而不是联合操纵，还要找到我们前文提到的“勇敢指数”。市场的变化会揭示这一指数的状态吗？

再谈道氏股价理论

当然，我们可以在道氏股价理论中寻找到该问题的一个答案。如果铁路股和工业股（或者公用事业和工业股）的平均指数摆脱了狭小的波动区间，那么股市就可能会有大的变动。牛市不易于制造平稳的高峰，那些在1929年秋天一直等着，直到平均指数突破了8月低点才出售的交易商，应该已经远远错失了股价高峰，不过他应该已经避开大部分的跌幅。1930年6月股市大跌前夕，道氏股价理论表现较好。在6月的第一周，两个平均指数都打破了5月下旬形成的底，从而在一个非常急速的暴跌之前作出了准确的预测。之前一年，在一个小小的回落之后，两个平均指数均轻松突破了自5月份下跌以来的第一个反弹点。这种表现正确地阐释了1929年5月的跌价期间，并不是像很多研究经济学原理的人认为的那样是一个熊市的开端，而仅仅是牛市的一个回落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售高潮

成交量与股价走势之间的关系，是研究证券市场影响因素的人应该关心的另一个话题。股市下跌时成交量上升的趋势成为了1929年9月市场行为的一个不利因素，我们决不能把这一趋势与股市暴跌后期的“销售高潮”或“清仓日”混为一谈。长时间的价格下跌之后，某天大笔的成交量和严重疲软通常标志着股市波动的低点。这些日子之后通常就是至少要持续两三天的强烈反弹，在1929年的大恐慌中，当股市临时卖空时，就出现了很多这样的小插曲。

热衷于读图表的交易商将注意力主要集中在那些知名的活跃股票上，如美国罐头食品公司、通用电气、通用汽车和美国钢铁公司等。如果选定的某类股票组合表现出它们有能力或无能力打破先前在一个方向上的抗升点，那么我们就认为该事实对于大盘走势有着重要意义。本质上来说，这是对道氏股价理论的一个修正。

是艺术，而不是科学

证券市场的影响因素不能被简化成任何一套简单的规则。与大多数投机学科的分支相比，与其说对市场行为的解释是一门科学，不如说它是一门艺术。研究证券市场影响因素的人通常主要对短线波动感兴趣，即便是那些关心长线操作的证券交易商，也会出于利润因素去考虑短线波动，否则他将只能依靠商业和货币市场的基本事实来作为买进卖出股票的指导。在一个相当长的时间里，从这些事实中得出正确结论的能力会让他们获得丰厚的利润。如果他还能够掌握判断市场状况的能力，那么即便是长线证券交易商，他的利润也会大大增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 卖空

“一个人卖别人的东西，他必须做得好，否则就会进监狱。”业余投机者很快都会得知这句华尔街谚语，他们的卖空行为也常常被其阻止。然而，投资者还是有必要弄清楚卖空的机理、经济职能，或许还有涉及的道德规范。

一般的证券交易商天生就是股票市场上的长期做多者。人类的本性偏向于乐观，而且财富通常都是通过价值的膨胀而非毁灭获得的。华尔街上的人总是把财富的获得与上涨的市场相联系，而把失败、破产、萧条和恐慌与下跌的市场相联系。虽然卖空交易比几年前变得更常见了，人们还是不喜欢熊市。最近这几年之前，卖空交易主要局限于那些专业的证券投资人士来运作。公众要么做多头，要么什么都不做。

理论上讲，卖空交易本身并不神秘。如果保证金交易商购买股票，他有充足的股票，却缺少资金，于是他欠经纪人钱，而经纪人则欠他股票。如果他售出不属于自己的股票，那么他现在钱多了，股票却缺少了，于是经纪人就欠他钱，而他则欠经纪人股票。就是这样，卖空交易的运作就这么简单。

交割规则

卖空交易的复杂性集中在纽约证券交易所的交割规则。在交易大厅签订的常规合同，通常要求卖方在次日下午 2 点 15 分之前交付股票。当然，也有以现金交割，也就是当日交割，或者延期交割形式签订的合同。“卖方七天”的意思是交割要在七天之内完成。这个交割规则的重要性，早在 1901 年著名的北太平洋公司股票囤积事件中就体现出来了。在伦敦购买股票然后在纽约证券交易所大厅出售的套利交易商们，被迫为现金交割支付极高的价格以执行他们的合同，即便他们在伦敦购买的证券当时就在寄往纽约的途中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪人的权利

显而易见，先出售别人的股票，然后希望以后再以较低的价格补回来的交易商是没有实物进行常规交割的。当然，他可以根据“卖方三十天”规则出售股票——其获得的价格很可能要比按常规条款交割的股票交易价格低——然后希望在一个月内能以常规的方式购买该股票，但这个过程会很麻烦。为了避免这个问题，缺少股票的交易商会去借用股票，以保证可以用常规的形式交割。他经纪人的保险箱里可能正存有某位多头保证金客户的这种股票，或者经纪人可以从其他经纪人处借来这种股票。在上述每一种情况下，借出股票的经纪人都没有必要为此向他的客户解释这些股票到底属于谁的账户。保证金交易商在开立账户时同他的经纪人签署的协议赋予了经纪人很多权利，其中就包括经纪人有权借出他账户里的股票。

一个典型的纽约证券交易成员公司客户签署的协议中写道：

> 贵公司现在或即日起，除了以保管之外任何目的持有的本人的证券，以及本人账户上任何时间的任何余额，都将作为对本人所欠贵公司债务的担保。所有这些证券，不需要通知本人，即可借出、单独或与任何其他证券一起对外抵押，或用于任何与本人欠贵公司债务无关的支付。无论何时，本人所欠贵公司的债务或所有涉及本人账户的贵公司负债的安全，若不能达到贵公司满意的程度，不需要通知本人，即可以交易所、拍卖或私人销售等任何形式，将本人的部分或全部证券出售，或购入证券来偿还本人账户进行的卖空……

和客户签订了这样一个无所不包的协议后，经纪人可以随时将他们长期账户中的股票借给短期客户或其他经纪人。假如约翰·史密斯是亚当斯·杰斐逊公司的一个客户，他账户中持有100股美国钢铁公司的普通股，现在亨利·琼斯认定这只股票的价格将会卖得很高，他就会指令亚当斯·杰斐逊公司卖空这只股票。而亚当斯·杰斐逊公司就会把约翰·史密斯股票交付给亨利·琼斯的卖空该股票的经纪人，这样，这笔交易就遵照证券交易所的规则进行了常规交割。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空会计

如果亚当斯·杰斐逊公司在客户的账户里没有股票可用于交割其他客户的卖空交易，他就需要从其他经纪人那里借用股票，当然这种情况在诸如美国钢铁公司股票这样的主要发行物中很少发生。借出股票用于交割的经纪人有权收到相当于该股票按最接近当时市价的整点价计算的支票。借入股票的经纪人具有所有权的现金数，将随着股票行情的波动每天做出相应的调整。由于该股票出借者同时又是借钱者，他需要支付利息。供应充足的股票的出借者要支付的利息率接近于当时的活期贷款利率。如果某只股票非常难以借到，那么可能就是零利率。如果那样的话，股票的出借者便无需为他收到的钱支付利息。一种很极端的情况是，由于借出股票，除了能够无偿使用与这笔股票等价的资金外，他甚至可能得到一笔额外报酬。比如就在今天，美国羊毛制品公司优先股的借出者可以得到每股每天 1/64 美元的额外报酬，那么 100 股美国羊毛制品公司优先股的卖空交易商，除了要无偿提供相当于股票价值的现金外，每天还要为借用这 100 股股票额外支付 1.5625 美元。最后，股票的借入者还需要向借出者支付借出股票期间的所有应计股利。

卖空的用处

卖空会对经济有什么影响呢？或者，不用“卖空”这个颇受争议的华尔街术语，对熊市进行的投机行为对经济有什么影响呢？这不过是下面这个大问题的一小部分：所有在这种有组织的交易所里进行的投机行为会有什么样的经济作用呢？这个问题完全可以成为一篇完整的论文的题目。现在我们完全可以说，投机行为对商品和证券有序及便利地进行市场交易起着重要作用。我们无需更多地讨论这一宽泛的话题，在这里，只谈对熊市进行投机的一些重要作用就可以了。

远程客户

当出售不是一般意义上的投机，并且不是卖空（除非在技术意义上）时，我们也经常应用卖空交易的机理。比如，一个正在欧洲旅行的投资者决定出售一些艾奇逊铁路公司的股票，并且向他纽约的经纪人发出电报指令。他可能是佛罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里达州，或德克萨斯州，或加利福尼亚州的居民。经纪人今天出售股票，根据合同他要在明天下午 14 点 15 分前交付股票，但这个投资客户可能一个星期或一个月之后才能把证券交给他。事实上经纪人手里没有股票，他只能通过借入股票来完成交付，这就像其客户是一个卖空投机者，经纪人必须通过借股票完成常规交割一样。市场中随时出现的大量抛空未补差额都具有这个特征。

再比如，某上市公司的一个大股东打算抛售他手中的一些股份，如果当他出售股票时交付他的证券，那么“内部”抛售的报告就可能重挫或毁掉该股票的市场。为了避免这种情况，他会指示他的经纪人根据交割需要来借入股票，只在当其抛售结束时，他才拿出自己的股票。在以上这些情况中，哪一种的当事人都既不是投机者，也不是在销售时缺少股票而无法完成交易，尽管经纪人可能确实缺少股票，并且可能很长一段时间内一直都如此。

零股市场的本质

现在让我们转向完全的卖空。出售股票时当事人并没有股票，他卖空的动机是希望以后以更低的价格补回该股票。在纽约证券交易所大厅里投资交易正不断大量增加，原因很可能就是存在着一批这样的卖空者。零股（不满 100 股）购买者的订单能够以比最近一次整数股（100 股）售价略高一点的价格立即得到执行。这可能是因为有零股经纪人的活动。对于主要的活跃股，如果有需要，他们时刻准备着以高于整数股市场价 1/8 的价格卖空任何需要的零股，而对于其他股票，价格要比整数股市场价格高得更多一些。零股经纪人依靠当期以低于市场价同样比例的价格购买零股，或者通过必要时以市场价购买整数股来平衡卖空。

维持有序市场

卖空的另外一个功能就是通过稳定价格来维持股票的销路。在某只股票没有出售订单的市场情况下，即便一份只购买 100 股的订单就会导致该股票价格莫名其妙地上涨。这就要靠那些大厅里机警的交易商，他们可以发现任何临时的供需差异。只要股票价格稍有上涨，他们就准备卖空，盼望在该股供大于求时再补回，以赚得合理的利润。因此，卖空是维持一个有序市场的重要因素。

卖空交易商的活动在很大程度上将股市的波动幅度降到最小。当牛市即将结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



束时，投资者完全不考虑股票的价值，狂热地将股票价格推涨到令人头晕目眩的高度。这时的卖空行为将使市场进入稳定状态，暴露市场的弱点，给投资者以及时的警告。当市场进入另一个极端，不可名状的悲观情绪四处蔓延时，胆怯的投资者由于担心以后的价格会更低而推迟购买，那么卖空操作者自信地补回股票的行为，就会成为一种强有力的，有时甚至是唯一的稳定因素。

场外交易的困难

通过对上市交易和非上市交易股票市场的对比，我们可以更清楚地看到卖空的用处。众所周知，1925 年 12 月，南明尼苏达股份制地产银行的账上，有很大一部分拖欠贷款和抵押贷款处于被没收抵押物赎取权的过程中。这家银行在同行业中的规模是相当大的，它的股票在几个月前还被作为高级证券出售给投资者。由于股份制地产银行作为一个单独的类别出现还不到十年，并在短短两年的时间里吸引了广大投资公众的注意力。这则消息沉重打击了投资者的信心。反观 1925 年的秋季，对股份制地产银行股票的出价购买比该类股票的供应量更多，因而股价上涨。现在情况逆转了。对股份制地产银行已经丧失了信心的新投资者显然不急于去增持股份。在这种混乱的局面下，投资公司的推销员不能够找到这种股票的新买主，而且很明显，投资公司自己不能够重新购回他们已经出售的股票来冻结自己的资本。实际上，在1925 ~ 1926 年的那个冬天，曾一度有几周的时间，招标已经是名存实亡了，大部分股份制地产银行的股票以任何价格都卖不出。这绝不是唯一一个场外交易商所要面对困难的案例。

如果股份制地产银行的股票能够在 1925 ~ 1926 年的那个秋天或初冬时就卖空，那么市场又会怎样呢？在首次不利的发展局势的暗示下，那些密切关注局势的交易商毋庸置疑会出售他们的股票。他们中的很多人将不仅仅出售自己持有的股票，而且还会卖空股票。当那个令人不快的消息传到普通公众中间时，在更多卖空的推动下，市场很有可能会陡然大跌。然而，随着股市继续下跌，卖空的交易商会有很强的动机去收获利润。他们只要购买股票便可盈利。因而市场将一直会有购入订单，真正的投资商也根本不会陷入绝对无法抛售股票的窘境。

大恐慌中的熊市

如果说 1929 年的大恐慌带给人们什么教训的话，那就是任何对纽约证券交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易所盛行的卖空交易的抱怨，都应该集中在卖空交易在当时太少。当时大规模看跌操作的流言广泛流传，并最终迫使证券交易所做了个调查。发给所有成员公司的调查问卷的回答结果表明，在11月12日，总共借入的股票仅占所有上市交易股票价值1%的1/8。困苦的牛市也许需要程度大得多的卖空。很明显，是牛市而不是熊市引起了这场恐慌。

卖空的道德规范

卖空行为有时被股市评论员（甚至一些很熟悉这种机制的人）谴责为是不道德的。这些批评家声称，任何人都无权出售他人的财产。当然这些批判忽略了这样一个事实，那就是卖空者并没有实际去做这样的事。他们仅仅签订了一个合同，约定未来交付一定数量的股票。因而为履行他的合同，他必须在未来某一天购买同样数量的股票。在一般的商业过程中，某钢铁公司可能会签订合同，在几个月后交付一定数量的钢轨，即便用来制造钢轨的铁矿石还没有从地下开采出来。没有人会认为这家公司不道德，也不会称这为卖空。有些人认为卖空不道德，仅仅是因为他们被这一华尔街术语的表面意思所迷惑，它将未来交付股票的合同称之为“卖空”。

此外，卖空者还会成为他人财产的未来客户。由于空头交易商的存在，多头交易就变得轻松得多，因为空头交易商总有一天会来找他们，买他们的股票。这要比没有确定的客户好多了。我们应该牢记，卖空是一种不完整的交易。某个人可能在购买股票半小时后又将其出售，也可能将它锁在保险箱里，留给子孙后代。卖空者就没有这样的选择，他迟早还要补回，而且通常是在很短的时间内就要补回。理论上，对于活跃的股票，他可以维持空头地位几年。实际上，绝大多数卖空交易都不会如我们想象的那样做，它们通常周转很快。一个完整的投机交易需要签订两份合同，一份是去接受证券，另一份是要交付证券，这两份合同是基于差价会给投机者带来利润的预期。仔细考虑一下就会发现，关于哪个合同先签订就涉及道德问题的想法有多荒唐。

引领式抬价

充满敌意的批评家们，也谴责多头通过手中股票迫使空头遵从交割规则这种明显的不公平现象。假如A先生是500股北美公司股票的多头保证金交易商，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当初购买这只股票是因为预测其行情会上涨。他购买 500 股股票的行为本身影响了股票的价格，使股价上涨。同一经纪行的另一个客户 B 先生，可能看跌北美公司股票行情，因此他卖空北美公司 500 股股票。于是经纪人把 A 先生的股票交付给从 B 先生那里购买股票的投资者。当然，出售股票会使市场股价下跌，就像购买股票可以使市价上涨一样。现在我们知道，批评家们抗议的是卖空这样一种暴行。多头交易商本来可以合理预计到的，用自己的财产购买股票对股价所产生的影响已经被卖空行为抢劫了。

我们暂且不考虑在我们的假设中，多头交易商与其经纪人已经签订了类似上述合同的正式协议，允许经纪人这样使用其财产这一纯粹合法的理由，他还有什么真实的抱怨吗？当他决定出售 500 股北美公司股票时，其他事情是一样的，出售所造成的股价下跌将会抵消购买股票对股价上涨的促进作用。另一方面，多头交易商的股票在卖空交易中起到一个附带的作用，那就是卖空导致股价下降的影响，确实会被卖空交易商补回股票时刺激股价上涨的作用所抵消。因此，从长期角度看，这些影响都是相互抵消的，甚至卖空者是否在多头交易商出售股票之前补仓或是相反的情况，都没什么大的差别。

只要稍微思考一下我们就会知道，任何情况下，一个交易商不能仅仅通过购买股票就赚到钱。如果他有足够多的资金，他可以通过购买股票将价格抬高，然而这只是通过个人的努力来使自己获得好处。如果没有比他自己购买股票更多的促进股价上涨的重要原因，那么当他出售股票时，股票价格下降的幅度也会一样大，他不仅赚不到钱，还会损失掉佣金。只有其他买方在他购买和出售期间受到吸引，并且浮动供给量的减少数远远大于他的购买量，他才能赚到钱。认识到这个原理，我们就很容易理解，为什么多头交易商用自己的股票帮助了卖空行为，而自己却并没有任何损失。

对股票囤积的恐惧

除了普遍担忧卖空交易有什么不道德外，许多交易商对于股票囤积的担忧也会阻止他们进行卖空交易。华尔街历史上曾经有过几次这样的囤积事件，市场上的卖空交易商纷纷破产。这些事件足以使一般的交易商对卖空交易望而却步。当股票被买主带出市场，浮动供给量减少到不够借给卖空股票的投机者时，囤积就发生了。当囤积事件发生后，卖空者为了得到股票去履行合同，可能会将股票价格推高到不可思议的水平。著名的北太平洋囤积事件就是希尔和哈里曼两大铁路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨头争夺铁路控制权的结果，其中一个控制了大多数普通股，而另外一个则控制了包括优先股在内的所有大多数股票。双方敌对的最终结果是和解，但对于已经卖空股票的投机者来说是没有用的，他们在股票价格上涨超过其本身的价值时已经卖空了股票，当他们发现股票借不到时，不论价格多高都必须补回。这样的斗争几十年也见不到一次。

受诅咒的股票囤积

当股票大部分集中在少数人手中时，作为操纵的结果，囤积就能发生了。几年前，某连锁百货公司的股票在纽约证券交易所上市，其经理给华尔街好好上了一课。这家公司中等规模，股票的发行数量并不是很多，分布也不很广。当股票达到高于公司的资产或经营收入的正常水平时，就自然有大批出售了。而我们谈到的这位经理先生决定封杀空头，他拒绝借出自己的股票，同时又通过购买市场上的所有股票而使得浮动供给量几乎降至零，显然他想迫使那些不能交付股票的卖空者去结算。在这个案例中，他没有考虑纽约证券交易所管理者的强大权利。制定证券交易所规则的初衷就是维护市场的自由和开放，而不是促成垄断。随着全部股票集中在少数人手里，一个自由的市场将不再存在，中止股票交易成为当务之急。通过协商，一个合理的清算股价被制定出来。这个金融界的狂热空想家发现自己持有了公司大多数的股份，大部分股份的购买价远远超过股票的内在价值，正是这种行为结束了该公司在全球最大的股票市场上的活动。不久，因为财政的窘境，他被迫向公众寻求财政帮助，而此时华尔街早已经把他淡忘了。

金融自毁

囤积股票显然是在破坏该股票的市场。股票分散在投资者手中可能需要很多年，而现在却都集中到了操控者手中。为了封杀空头，这些操控者被迫以远高于股票真实价值的价格，在公开市场上购买大量股份，以迫使卖空者购回股票来履行合同。对该股票的投资信心已被飙升的股票价格击碎，该股票很可能已经从证券交易所的列表中被删除，也不会有可以倾销该股票的对象——竞标人。策划股票囤积是一种发狂的行动，实际上相当于金融自杀。每个明智的投机者都明白这个道理，所以这种情况很长时间才会发生一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空需要胆量

虽然股票囤积发生的可能性很小，事实上也还是有可能发生。实际上，一只股票上涨的程度是无限的，而它的下跌极限也无非就是退出股市，这使卖空一般不适合长期运作。面对某只股票看涨的市场行情，即使该股票价格已经明显被高估，投资者仍然需要很大的胆量坚持这只股票的空头头寸。上一章我们提到过发生在 1924 ~ 1925 年牛市末期对 Devoe-Raynold 公司 A 股进行联合操纵的大崩盘。该股票价格几乎从 105 点垂直暴跌到 35 点。一些精明的投机者在这次没有理由的上涨结束之前已经卖空，所以没能从下跌中赚到钱。这样一只股票没有明显的基础而持续价格坚挺，必然会使公众怀疑可能正在发生囤积或者谋求控制权的股票累积。卖空交易商可能心里会嘀咕："证券行情走势不可靠"，并会以几个点的损失补仓。实际上证券行情趋势线也许并没有虚报，这不过是一件再平常不过的蠢事罢了。

对长期交易商来说无利可图的领域

对长期交易商来说，市场的卖空方不能获得盈利空间还有其他原因。牛市的时间几乎总要比熊市长，因此买卖"平均指数"股或其他各种股票的交易商有更多的时间决定购买哪只股票，也会有更好的机会——即便对牛市什么时候结束判断错误了，也一样会赚到钱。对于长期交易商来说，单就时间这一因素，牛市提供了更多可靠的盈利机会。而长期空头者与股票价值长期持续上涨的趋势做斗争，成功的机会就要比那些做多头的交易商少得多。

卖空在投机中有着合法地位，但是精明的交易商进行这种交易的次数比起购买股票的频率要小得多。他会意识到，经验显示，没有谁能够从容坚强地对待大批股票卖空，并在这种情况下仍保持冷静，这是人的本性。在选择投资媒介时，他不仅要确信股票价格已经明显被高估，而且要确保补回股票用来交割方面不会有任何困难。这就意味着他必须选择具有雄厚资本的公司的股票，这种股票在华尔街上总有充足的供应。如果业余证券交易商最终决定把卖空留给那些专门做投机买卖的人，那么这可能就是一个明智的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

什么是牛市

各种股票市场平均指数是最有用同时也是最危险的，它们在反映市场总体走势方面最有用，但如果它误导交易商，让他们忘记了利润是来自于其持有的个股的市场波动，那就是最危险的。用于计算道琼斯工业平均指数的 30 只股票可以很好地描述市场的总趋势，就像 50 种或 100 种股票的组合一样。对于这一事实的实证需要进行繁琐的计算，完全可以说，这已经有人做了。这里也许可以用另一种方法来测试这些平均指数，作为市场波动的判断标准其可靠性如何，即确定多少股票的波动与平均指数所反映的市场总体波动趋势相反。比如，当工业股指数处于最近的明显低点时，有多少只工业股的价格比其在工业股指数的前一个高峰时的价格还要高。用这种方法对多次的大市场波动进行测定，股市研究者就会发现，其中任何一次，都只有少数的个股与总趋势的涨跌方向相反。

70 种股票的涨跌

当平均指数处于低位时，绝大多数股票的价格要低于其处于高位时的价格。这一事实可能会掩盖另一真相，也就是个股的波动情况差别很大。下图 10－1 显示了一项对于 70 只工业公司普通股在 1921 年涨跌活动的调查结果。1921 年是令人瞩目的一年，因为一个大熊市在这一年到达谷底。这 70 只股票是从纽约证券交易所中所有名称以 A、B、C、D、E 和 F 开头的上市工业公司的普通股中随机选出的，它们在这一年中的每个月都有交易活动。这张图显示了这 70 只股票中，每个月有多少只股票的价格创造了该股当年交易价格的最高记录和最低记录。

因而，1 月份的时候，经后来发生的事实证明，有 24 只股票的价格达到了年度最高点，而 9 只股票的价格降到了当年最低点。我们可以看到，图中一个垂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



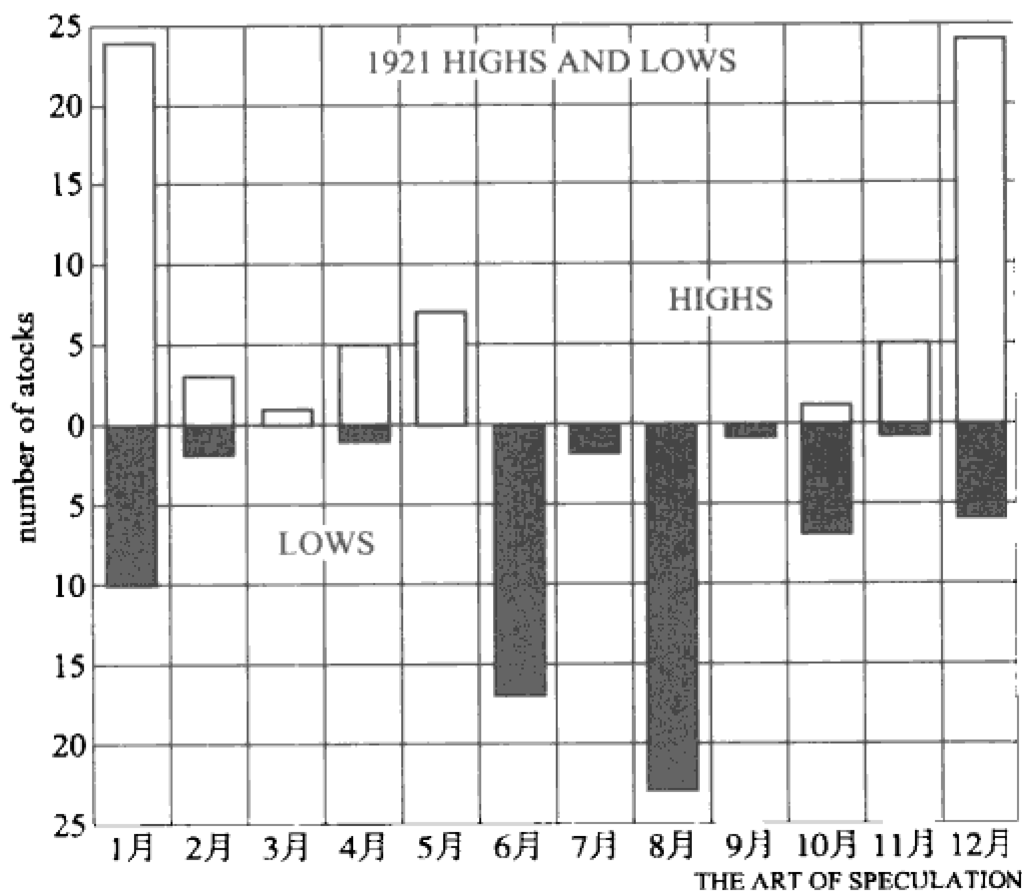


图 10－1

直的长方形在水平线上方的高度为 24 个单位，水平线以下的深度为 9 个单位。这一年中，有两个月没有一只股票创造其当年的最低股价记录，有四个月没有一只股票创造其当年的最高股价记录。

最高位与最低位图

显而易见，这张图反映的情况与道琼斯工业平均指数的波动是一致的。该指数正是在 8 月份降到了谷底。1 月份，在 24 种股票达到年度最高点的时候，市场正开始走下坡路。而这一年结束的时候，市场正处于 1921～1923 年牛市的早期阶段。图中 8 月份的数字清楚表明了熊市到达谷底，当时，70 只股票中有 23 只创造了它们全年股价的最低记录，而且没有一只股票达到其全年股价最高点。

更有趣的是，由多只不同个股组合计算出的各平均指数的变动呈现多样性。我们研究的这 70 只股票中，有 11 只在当年的第一季度创造了其全年股价的最高记录，并且在大盘已经转向之后继续下跌，直到当年最后三个月才达到了它们全年最低价格。相反，有 13 只股票在 4 月份甚至更早的时候，就已提前于大盘跌到了其全年股价最低点，而在大盘仍在继续下跌时就开始了反弹，这 13 只股票的股价在当年最后一个季度达到了全年最高点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这 11 只和 13 只股票的名单如下：

第一季度最高点，最后一季度最低点	第一季度最低点，最后一季度最高点
鲁梅利	美国印钞公司
阿贾克斯橡胶	美国冰淇淋
美国糖业	美国散热器
美国树胶	美国鼻烟
美国炼糖	美国电话电报
资产实现	美国纺织
大西洋果品	联合纺织
美国苏门答腊烟草	布鲁克林联盟煤气
古巴蔗糖	巴塔利克
古巴－美国糖业	加利福尼亚宠物
爱默生·布兰亭罕	可口可乐
	纽约天然气
	恩迪科特·约翰逊

投机性股票和投资性股票

对这两个名单进行分析，我们可以得到更进一步的指导性经验。第一份名单中包含的大多数是高投机性的股票，其中只有 3 只股票以股利为基础并且后来都把股利削减或去掉了。名单上有 5 只股票所在的公司后来经历过自愿或非自愿的重组。在这些股票中，有很多只在 1923 ~ 1926 年牛市顶峰时的股价低于其在 1921 年熊市最高点的股价。相形之下，第二份名单中的股票是一组投资性股票。除一只股票外，其余的股票在 1921 年都是以股利为基础，除了极少数的特例，在 1921 ~ 1923 年和 1923 ~ 1926 年的牛市中这些股票价格的上涨幅度令人瞩目。

从这些例子中，我们可以得到一些可能并不很精确的结论：在熊市中，投资性股票倾向于更早到达最低点，比那些投机性更高的低价格无股利支付的股票获得利润的把握更大，且通常情况下，有着更丰厚的利润。更深入彻底的分析可以支持这一结论，在此无须赘述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不同的趋势

这张图以及它所包含的数据也暗示了另一个重要的结论：很明显，个股的活动路线大不相同。“鲁梅利”从1月份19.75点的高位下降到了12月份10.125点的低位。同样，从1月份到12月份，“美国冰淇淋”从42点的低位上升到了83.5点的高位。至于以往的两个投资热点——“美国炼糖”和“美国电话电报”，前者的股价从1月份的96点降到了10月份的47.625点；后者则从1月份的95.75点上升到了10月份的119.50点。还可以举出很多这样的例子，但这些就已足够了。很明显，对市场总体走势的正确判断还不足以使交易商从这些股票中获利。那些在1月份认为熊市还没有降到最低点而拒绝购买“美国冰淇淋”或“美国电话电报”的交易商，只会让钱财在等待中一点点流失。同样，如果他在8月份购买了“鲁梅利”或“美国炼糖”的股票而不是其他更好的股票的话，那么即便对于市场总体走势判断正确也是没有用的。

股票群体的波动

对于这70只股票在1921年走势的进一步研究，发现了另外一种解决投机获利问题的方法。我们可能会注意到，在第一季度达到了全年股价最高点，在最后一季度达到全年股价最低点的11只股票中，有4只是糖业公司的股票。而另一方面，在走势相反的那13种股票中却没有一只是糖业公司的股票，这绝对不是巧合。它提示我们，对某一行业的展望很可能是一个投机者要考虑的重要因素。对食用糖行业来说，1921年是其价格剧烈下降的一年，古巴原糖降到了2美分/磅，而前一年的价格则是20美分/磅。由于原糖价格下降，炼糖厂也不可能盈利，炼糖厂商的毛利被降到了最小，精糖的价格也很快下降到了原糖的价格。如果在购入原糖到精糖准备上市的这段时间里，原糖价格持续下跌，即使只跌0.125美分，那损失也是必然的。何况原糖价格低到每磅2美分，世界上没有哪个原糖生产商能赚到钱。因此，由于原糖市场下滑，糖业公司的股票很自然的就下跌了，直到原糖价格已经明显降到了最低，糖业公司的股份持有者才敢确定他的股利是安全的，乃至他的公司能够度过这场危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票群体波动的原因

除了糖业公司外，许多其他的公司也受到了类似特殊情况的影响。食用牛和肉猪的市场趋势会影响所有罐头公司的股票价格；天然橡胶市场的波动影响了所有的橡胶生产商，由于与原料供应地相隔 9000 英里，他们手头必须储存大量原材料；西北地区不利的费率结构削弱了当地所有铁路公司的盈利能力；如果某一年棉铃虫特别猖獗，那么所有棉花加工厂就会受到棉花短缺的影响。很大程度上，股票可能会以这种方式群体化，某个特定群体的股票价格会随着该行业影响因素的变化而变化，而不是随股票市场总趋势的变化而波动。

惊人的差异

可以举出许多例子来证明一些特定的股票群体的走势与股票市场总趋势完全相反。在下图（图 10 – 2）中，道琼斯工业股平均指数、两只主要的小杂货店股票的平均指数和三只化肥公司股票的平均指数突出地显示，在投机时，不能仅仅对大盘的走势进行预测，一定要进行更深入的研究。“沃尔伍思”和“克莱斯基”两只股票价格的平均指数在考虑股利因素的基础上进行了调整，类似地，“美国农业化工”、“国际农业公司”和“弗吉尼亚 – 卡罗莱纳化工”三只股票的平均指数也因为考虑到资本重组而进行了调整。

1922 年，“弗吉尼亚 – 卡罗莱纳化工”重组了资金结构。股票的持有者每持有四份普通股，就可以额外得到一份 B 级普通股。这一数字在此后放进平均指数时，就是一份 A 股的价格加上一份 B 级股价格的 1/4。

这张图的标尺是以对数形式表示的。它是基于这样一个理论：数值从 10 上涨到 12，实际上是百分比从 100% 上涨到 120%。这种曲线在表现波动范围广且不会歪曲事实真相的方面具有很大的优势。在一个普通的图上，两只连锁店股票的平均指数由 1920 年的最低点 128.75 点上升到 1923 年 482 点的最高位，这将使得其他两种平均指数的变化显得特别小，而对数标尺的应用则使这三种平均指数在适当的透视图中展现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

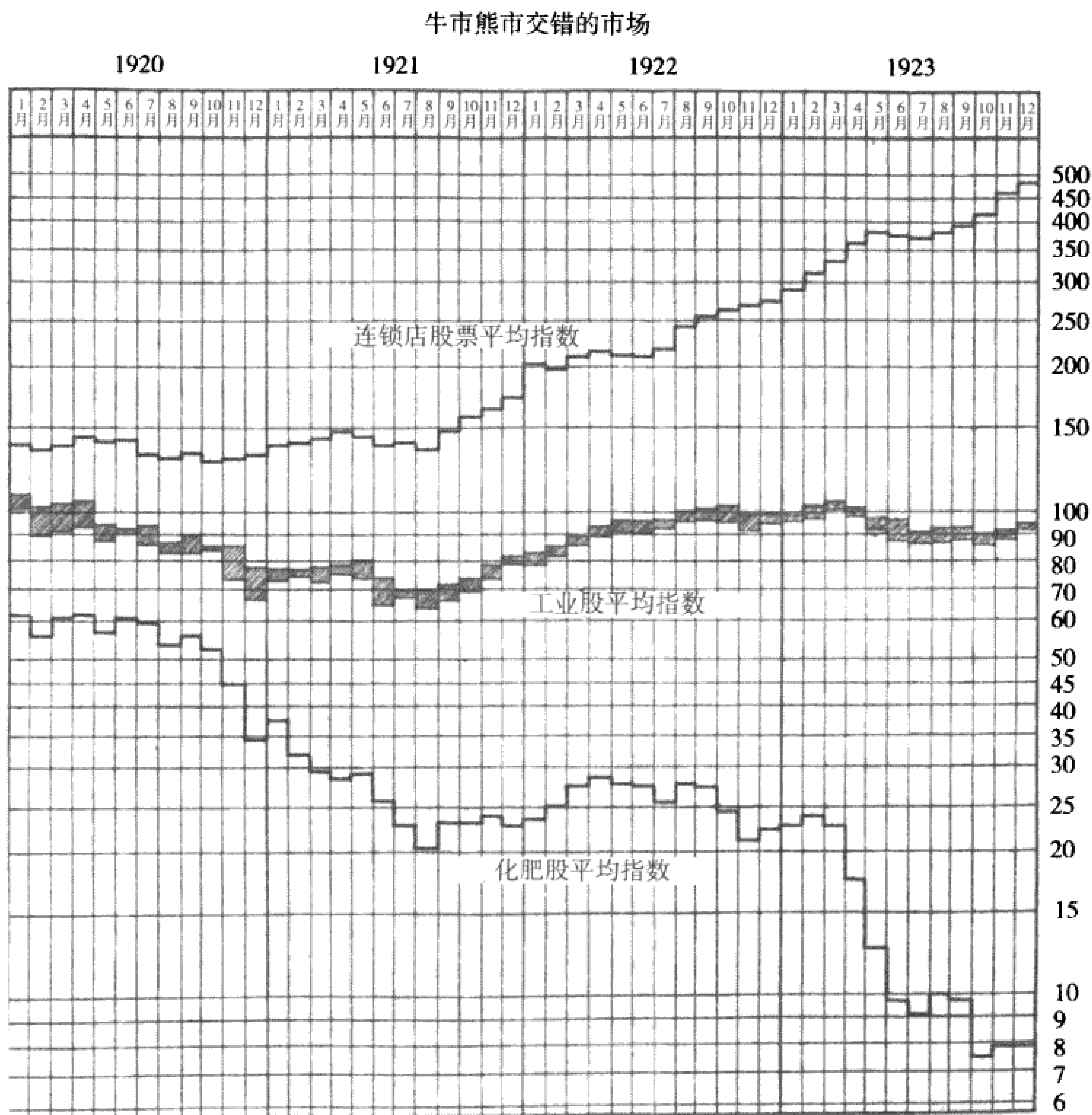


图 10－2

连锁店股与化肥股

考察这张图所包含的信息，我们会发现，在过去四年中，工业股平均指数显示大熊市之后是一个大牛市。然而，在熊市的最低点，连锁店股票的平均指数只比 1920 年的最高位低 5 个点，并从那时开始稳步上升。而且，在 1923 年 3 月，它完全无视其他工业股一路攀升到顶点，且没有停下脚步的意思。1923 年年末，连锁店股票价格较 3 月份水平上升了 50%。相反，化肥股在熊市期间的表现就很传统，在 1921 年 8 月降到最低点。从 1920 年年初到那时，化肥股下跌了大约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

67%。而在 1922～1923 年的牛市期间，它们几乎完全没有收益。1923 年 3 月，化肥股的平均指数只比 1921 年的最低点高 2.125 个点。1923 年年末的时候，它们的成交价达到了四年中的最低水平。在这四年中，百货连锁店股正值它们自己的牛市，而化肥股则在自己的熊市中苦度时光。

1929 年股票群体的行为

我们可以引用 1926～1929 年牛市最后 12 个月的记录，来证明上面讲到的情况并不是股票群体波动中的一个特例。标准统计公司分不同的股票群体发布实用而详尽的周股票价格指数，这些指数的计算涉及 404 只股票，它们被分为 46 个群体，其中 11 个群体的股票在有记录以来最大牛市的最后 12 个月中是下降的，6 个最差群体和 6 个最好群体的表现如下。

群　　体	1929 年 8 月	1928 年 8 月	变动额	变动百分比
皮革，4 只股票	117.4	182.1	-64.7	-35.5
人造纤维，5 只股票	127.5	170.1	-42.6	-25.0
化肥，4 只股票	92.8	120.3	-27.5	-22.9
羊毛及羊毛制品，4 只股票	81.3	96.9	-15.6	-16.1
服装，8 只股票	117.9	137.7	-19.8	-14.4
公共事业，公共运输，9 只股票	83.3	96.4	-13.1	-13.6
化工，9 只股票	342.5	180.8	+161.7	+89.4
办公设备，5 只股票	388.2	200.8	+187.4	+93.3
公共事业，煤气和电力，7 只股票	330.0	163.1	+169.9	+104.2
采矿和熔炼，混合，9 只股票	337.7	164.4	+173.3	+105.4
电子设备，4 只股票	419.0	180.4	+138.6	+132.3
公共事业，煤气和电力，13 只股票	424.6	173.6	+251.0	+144.6

这些指数的计算基础是将相应股票群体在 1926 年的平均价格记为 100 美元。6 个最差群体中的 34 只股票，在 1926 年牛市顶峰的价格仅仅高于它们当年平均价格 2.8%；相反，6 个最优群体中的 47 只股票的售价，则比它们当年的平均价格高出了 274.2%。正如所期望的，这 47 只绩优股在大恐慌时跌得更快，但在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



11 月中旬，这些股票仍然高出它们 1926 年平均价格 96.9%，而 34 只落后股票的价格则比 1926 年的平均价格低 32.9%。

股票市场的时尚

正如在日常生活中一样，时尚在股票市场也发挥着作用。从“沃尔伍思”和“克莱斯基”开始进入到纽约证券交易所交易之后多年里，投资公众对那些企业的持续增长一直持怀疑态度。而且，它们没有像许多工业企业那样，通过签订军需品和造船业的合同而分享到战争带来的繁荣。它们只是年复一年地开新店，或者在旧店里提高销售量，来赚更多的钱。到了 1920 年，公众开始发现巨大的商机：不管商业环境如何，它们的业绩每个月都在不间断地增长。这种增长从 1920 年到 1921 年一直保持着，所以很自然地，从投资角度看，这些还没有分散到小交易商和投资者手中的股票，在开始阶段还很廉价，且没有跟随大盘的走势一起下降。而当大盘反弹时，“沃尔伍思”和“克莱斯基”等股票就比一般股票上涨幅度更大。从那以后几年内它们便成为了热门股票。

社会公共事业股的流行

不久之后，相似的公众偏好的变化也出现在社会公共事业股上。火车客运公司的困境，以及 1919 年和 1920 年战后繁荣时期商品价格的暴涨导致无法盈利，使人们逐渐淡忘了电灯和电力工业创造的卓越纪录，他们把注意力转移开了。到 1923 年，经济增长已经远远超过了社会公共事业股票市场的上涨，公众这时才如梦初醒，发现了公共事业股的价值。它们因此也变成了热门股票，并且在 1923 ~1926 年的牛市中跻身于业绩最好的股票行列中。这里投机者可能会有一些困惑，一组具有明显升值潜力的股票在数月乃至数年内却不受青睐。一些敏感的价值分析人员会买入这种股票，持有并渡过很长一段没有收益的令人沮丧的时间。在这段时间内，可能其他所有股票都在上涨。最终他的耐心会得到回报，但这种耐心也许会因投机观感的反复无常而被残酷地消磨。

偏好在化肥股的那次下跌中也起了一定作用。直到 1920 年，“美国农业化工”和“弗吉尼亚－卡罗莱那化工”都被归类为半投资股票。公众很久才意识到，1921 年农业萧条压垮这些公司的那场灾难有多么大。看到这类股票从曾经那么高的高位跌下来，有很多见识短浅的交易商基于十分微弱的价格上涨信号就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备买入这类股票。因而他们碰巧适时地加入到了1921～1923年牛市的早期阶段，其实从化肥股的盈利和财务状况方面看，交易商们根本没有理由真正认为这次股市大波动是合理和应该发生的。

管理因素

显而易见，一个明智的投机者在其运营股票时，必须对股市的总体趋势和特定股票群体的市场状况加以足够的关注。他还必须进一步把重点放在对个股的分析上么？某一特定股票的涨跌路线开始与其所在群组股票的平均指数的发展进程不同，那么它的发展前景会如何呢？从逻辑上讲，我们必须采取上述这最后一步。我们股票群组中的股票从来都不是无差异的。交易商谈到橡胶股为一个群组，这个群组中就既包括专门制造轮胎的公司的股票，还包括除生产轮胎以外，更多地生产橡胶鞋品和机械橡胶制品的公司的股票。这两种公司都受到原材料市场波动的影响，但在很多其他方面它们还要受不同因素的影响。即便是在同一性更强的组里的两个公司，它们的经营也会不尽相同。比如厂址设在古巴一个岛两头的两个食糖生产商，一个可能遭遇工人罢工和干旱，而另一个却在和平的条件下取得大丰收。

按群组考察而不是具体逐一公司考察股票，是更多地忽视了管理这一重要因素。回到最开始的原理，考察两个存在竞争关系的百货零售店，一个可能是绝对的个人经营，窗户上苍蝇迹斑斑，架子上堆满发霉的谷物；而另一个由机敏的满脸带笑的商人经营，窗明几净，货物新鲜。银行家会根据零售百货股票群组的市场状况来处理他们这两个客户的信贷申请吗？

成功或失败的结果

举一个极端的例子，很明显，即将破产托管公司的股票，对创造牛市的力量反应会非常微弱。相反，它将会无视股市总体趋势而保持跌落，直至在人们视线中完全消失。很多年以前，有人雄心勃勃地想给极其成功的联合果品公司创造出一个对手，在显赫的大西洋果品公司董事会的发起下，一个扩张计划于1920年开始实施，首期发行了1000万美元债券，随后又发行了600万美元债券进行融资。尽管有庞大的经济资助，该公司也未能成功，当股票的价格从1920年的20.25美元降到1921年不足于2美元时，对投资公众来说，当时再也没有比之更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



便宜的股票了。该股票在 1922 年毫无起色，最后完全淡出市场。相比之下，“联合果品”却一点也没有受到 1921 年熊市的影响。该股票在 1920 年 10 月，也就是宣告 100% 股票股利之前，达到了 224.875 美元的创记录高度。在接下来的一年里，“除掉”股票股利其最低价格为 95.74%，或者说等价于原股票价格 191.5 美元。差额不过相当于牛市的一个下跌而已。从这个最低点开始，该股票几乎稳步增长，到 1926 年 2 月，又创造了 297 美元的新高，当时正是又一次股票分割的前夕，这一次是 1 股分割成 2.5 股。到了 1 月，该股股价排除股票分割因素的影响后为 315 美元。那些正确预测了大盘走势的交易商们，既不会在“联合果品”，也不会在“大西洋果品”的股票交易中获得大的成功。

王子与乞丐的行业

如果这些看起来都是极端特例，那我们来考虑在大多数基础行业中都存在的两个主导因素的案例。伯利恒钢铁公司和美国钢铁公司是美国最大的钢铁制造商，这两个公司的股票属于纽约证券交易所最活跃的工业股。长期以来，由于繁荣到萧条的波动幅度，钢铁行业被看作是“王子与乞丐”的行业。出于这个原因，钢铁股也较大程度受制于大幅的价格波动。在一个真正的熊市中，有一点很确定，活跃的钢铁股会下跌。我们可以相应地预期到在一段较长的时间内，这两个大钢铁公司的股票会十分同步地发生波动。从下图中（见图 10－3），你会发

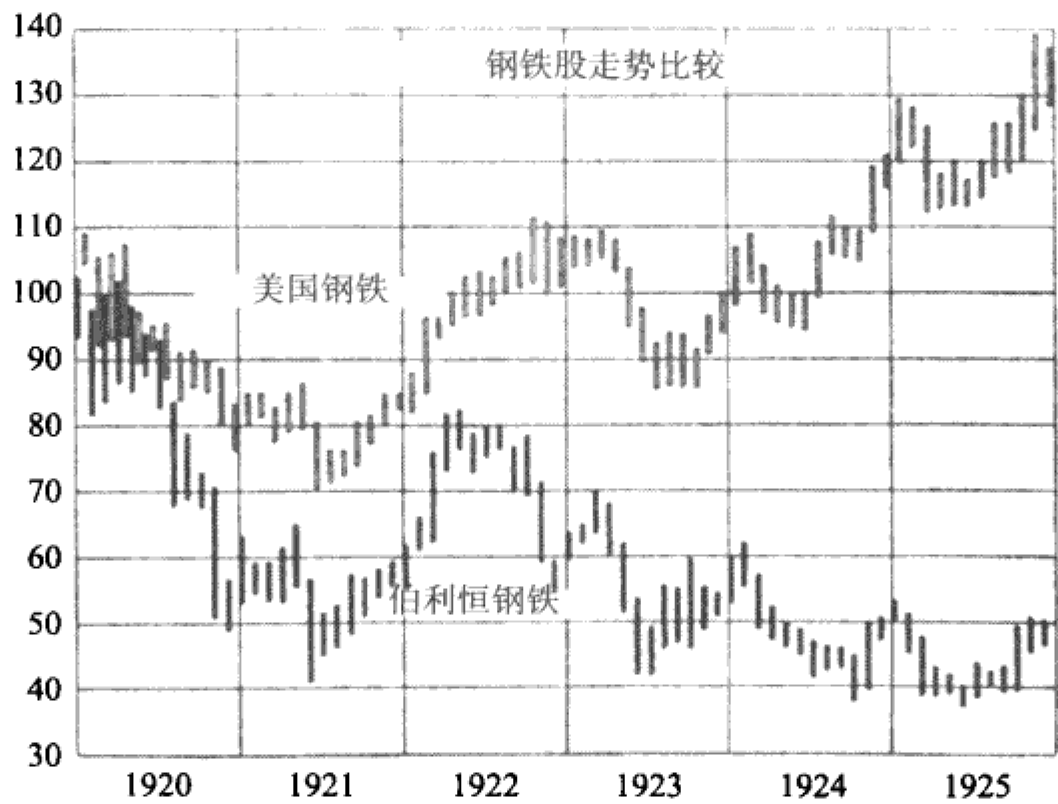


图 10－3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现一个有趣的分叉。在1920年最高点，两只股票价格都高于面值，但都不超过8个点。从那儿开始，两只股票都随着在1921年达到谷底的熊市的发展而暴跌。“伯利恒钢铁”比另外那只股票下降得更快。在1921年6月，两者的价格都达到了当年最低点，一个是41.50点，另一个则是70.25点。

差距扩大

1921年熊市结束后，“伯利恒钢铁”和“美国钢铁”开始反弹。但“伯利恒钢铁”早早就停止了上涨，在1922年5月就达到了82.25美元的高位。而“美国钢铁”的上涨则一直持续到当年10月，并达到111.5美元的高位。在1922年剩下的时间和1923年的上半年内，这两只股票都在下跌。“伯利恒钢铁”在6月份达到谷底，“美国钢铁”则是在7月份，价位分别是41.75美元和85.5美元。我们注意到，两只股票的价格水平开始时虽然相同，但在转折点时两者股价相差已经超过43美元。在1923年的后半年，形成了一个温和的牛市，两者都在1924年2月都达到顶点，这时它们相差了46.875美元。

追踪这些股票的进一步变动是乏味的，这些都在图中被描绘出来了。结论显而易见，两只股票大部分时间朝着同一方向发展，但它们的变化率却并不相同。“美国钢铁”的收益总体上超过了损失，所以长期走势是上涨的。“伯利恒钢铁”的情况却正相反。从1920年1月两只股票最高点价格相差不足7点开始，到1925年9月两者最高点价格差距超过88点。两只股票大部分时间都随着道琼斯工业平均指数变动的方向而变动。但对于某个投机者来说，他选哪种股票作为他交易的工具，结果将会有很大的不同。

1922～1925年“伯利恒钢铁”的下跌很大程度上表明，持股者对财产增值这个冗长的过程失去了耐心，但这个过程结束时，它成功地把该股票带到了1929年同比相当于143.375点的水平。甚至这次从1925年最低37点开始的上涨，比同一时期“美国钢铁”的上涨幅度更大。

对于价值的研究

要想成功，投机者不仅要掌握足够全面的宏观信息，以确定市场总体趋势，他还需要了解更多的东西。他还必须研究个股的价值，评估个股价值，了解不同行业的知识。他必须总体上了解橡胶行业的交易惯例，明白食糖行业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场体系，熟知公共事业中的折旧实务，认识到吨英里以及其他铁路运输的技术术语的重要性。最重要的是，他必须懂点会计，必须研究财务报表，就像银行家审批那些信贷申请一样细心，虽然是从一个不同的角度。确定股市走势这个问题对一个投机者很重要，但它不应该比明智地选择投机工具这个问题更重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

如何阅读资产负债表

财务有其自己的形态结构和运动机理，我们通过资产负债表研究前者，通过损益表来研究后者。

资产负债表是一个企业在特定时点财务状况的报表。它列示该时点上该企业的各项资产和负债。一般来讲，该时点选择一个财政年度或更短的一个财政期间的最后一天经营结束时。在实际中，一家企业一年至少要结一次账，否则就违反了企业所得税法。激进的企业家通常希望更频繁地了解到企业的状况，比如一个季度或一个月。由于每个月的时间长短不一，一些企业管理者将一个财政年度分成 13 个四周。对于这些企业的管理者来说，他们可以时不时地查看自己企业的财务状况，但是对于普通大众来说，他们最多只能一个季度了解一下企业的状况，甚至很多大公司一年才公开一次资产负债表。

为什么资产负债表是平衡的

关于资产负债表，最令人惊奇的是它的两边——资产和负债，总是平衡的。之所以平衡是这样一种观念的结果：企业所有者的所有权等于公司资产满足外部债权人的要求权之后的剩余部分。资产减去对外部债权人负债的差即是企业的净值。如果一个企业是公司制的，则企业的净值主要由一种或多种初始股权所代表。这些股权代表着股东原始投资的金额，它们可能有名义价值或者面值，也可能没有。如果初始投资由于精明管理产生的盈利而增长，那么在净值账户就有了另外一个项目，一般被称为损益、未分配利润或盈余。

理海－波特兰水泥公司 1929 年 11 月 30 日的资产负债表，现在就放在作者面前，它就非常适合作为一个分析的例子。在这份报表中，净值科目有四项：优先股，21119100 美元；普通股，22517400 美元；截至 1913 年 3 月 1 日未实现矿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



藏评估增值为410138美元，盈余为8424385美元；优先股面值为100美元，普通股面值为50美元。属于所有者的211191股优先股和450348股普通股的净值就是这四部分的总和，52471023美元。假设1929年11月30日公司解散，理论上讲，在偿还所有负债后，剩下来可以用于在所有者之间分配的数额应该就是这个总和。

公司解散会发生什么

一旦公司解散，两种股票的股东分配方案是不一样的。根据该公司相关协议规定，优先股有一些优先但又受限制的权利。在公司清算时，优先股股东有权在普通股股东得到任何支付之前，得到每股110美元的股本返还和累计拖欠股利。每股110美元总计就是23231010美元。如果该公司清算资产实际等于其在1929年11月30日当天的账面价值，那么将会剩余29240013美元可以用于普通股股东之间分配，也就是每股64.92美元。这样我们就有了普通股理论上的账面价值。但是我们也许会发现，该公司普通股在1929财政年度结束后的第一次交易价格为每股39美元，这就对我们上面这个计算的实用价值提出了疑问。

理海－波特兰水泥公司的资产负债表是工业企业财务报表的一个很好的例子，也许可以用来做更为详细的分析。为了便于对比，我们也给出前一年度的报表数字。

资　产		单位：美元
	1929－11－30	1928－11－30
固定资产：		
土地，建筑物，机器设备成本	48501299.62	47093428.19
减：折旧准备金	18724684.71	16767107.20
	29776614.91	30326320.99
矿藏储备，减折耗	1682583.18	1729808.17
合计	31459198.09	32056129.16
投资及预付款：		
对关联公司及未合并子公司的投资及预付款	2986927.41	3114481.22
投资于美国国债的职工赔偿保险基金	325343.00	314729.82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

资　产		单位：美元
	1929－11－30	1928－11－30
库存股－普通股，面值	65950.00	30750.00
杂项股票和债券投资－成本价	84429.44	107520.44
合计	3462649.85	3567481.48
流动资产：		
现金	3929544.84	5057284.97
活期贷款	8000000.00	2500000.00
自由贷款债券及美国国库券，成本价	1258500.00	5158500.00
营运资金及预付款	203569.84	166190.64
应收账款和应收票据，减折扣准备和坏账准备	1277325.10	1745376.56
存货，成本与市价孰低法计价	4204283.72	4645452.45
合计	18873223.50	19272804.62
递延费用：		
不能吸收的剥离费用等	1296082.96	1041282.25
预付保险费	30918.38	56637.53
合计	1327001.34	1097919.78
总计	55122072.78	55994335.04

负　债		单位：美元
	1929－11－30	1928－11－30
股本：		
7%累积优先股：		
授权发行300000股，面值100美元		
已发行225174股	22517400.00	22517400.00
减：注销和已购回准备注销	1398300.00	820700.00
	21119100.00	21696700.00
普通股：		
授权发行600000股，面值50美元		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

负　债		单位：美元
	1929－11－30	1928－11－30
已发行 450348 股	22517400. 00	22517400. 00
流动负债:		
应付账款	642678. 24	775059. 24
应付薪金和应交税金	302140. 06	316952. 43
联邦所得税准备	315158. 85	556317. 82
应付股利	650129. 25	662137. 50
合计	1910106. 40	2310466. 99
准备金:		
可退回棉布袋	152555. 91	226812. 54
赔偿金和火灾保险准备金	588387. 32	489663. 63
合计	740943. 23	716476. 17
截至 1913 年 3 月 1 日未实现矿藏评估增值	410138. 26	429160. 58
盈余	8424384. 89	8324131. 30
总计	55122072. 78	55994335. 04

我们应该注意到，各种资产和负债都有严格的分类。第一类是不动产账户，即所谓的固定资产。这些项目里给出不少细节，几乎没有必要再加注释了。设备账户以成本计价是很有用的，成本计价是一种完全明确并且易懂的计价基础。计价基础并不总是在财务报表上给出。两年报表的比较表明，该公司在这一年中为固定资产的改良花费了 1407872 美元，但其计提大额的折旧导致固定资产账户净值实际上减少了。矿藏包括石灰石矿和其他制造水泥需要的岩石。之前已经提到的“未实现增值”这一项目的存在，表明从第一联邦所得税法生效之日起，矿藏要重新估价。尽管进行了重新估价，考虑到企业的规模，这个项目的金额看起来还是非常小。

固定资产价值的不确定性

仅固定资产一项就大致相当于理海－波特兰水泥公司净值的 60%。对于账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面价值和市场价值的出入，有一个明显的原因。固定资产可能是相对非生产性的。例如，一家公司可能会发现，在原材料来源方面投入大量资金是很有必要的，虽然这些原材料可能在未来几年的经营中都不需要。更常见的是，固定资产账面价值披露的是工厂设备的取得成本，甚至是根本无法与其他企业竞争的过时机器的重置成本。一个已经歇业的旧工厂的价值往往非常不确定。比如新英格兰棉花加工厂，需要花上百万美元更新落后的固定资产，长期以来在股市被估价为零。只能这样解释：那些拥有数百万美元现金的投资者，永远不会考虑再投资于种种情况表明，业主多年没有盈利的棉花加工厂。

固定资产何时更重要

有时候，固定资产的实际价值高于其账面价值。1925 年佛罗里达州土地价格暴涨的时期，有些化肥公司能够以不可思议的高价出售该州已经开采完磷矿床的土地。管理保守的工业公司经常大大低估那些能够生产高利润产品的工厂的价值。在社会公共事业公司，其收费率是法律规定的，是受公共管制的，只允许他们通过胜任的管理来赚取合理的资本投资回报。根据交通法的规定，美国的铁路公司作为一个整体，理论上有权获得 5.75% 的投资回报。该法律还规定，如果它们赚取的利润更多，那么超出部分将由政府征收。因此，对于铁路和社会公共事业公司来说，固定资产的价值是评估其证券价值一个很重要的因素。而工业公司的情况正相反，它们固定资产的账面价值相对来说就不那么重要。

一些无法确定的价值

在理海 - 波特兰水泥公司的资产负债表上，固定资产下面的一项名为“投资及预付款”。该项目中包含的金额最大的一项是对关联公司的长期投资和给关联公司的贷款。该报表并不能显示这些证券投资和贷款的真实价值，账面价值数可能会高估或低估其真实价值数百万美元。如果这个项目仅仅被称为“投资”（事实上很多公司的报表上都这样报告），我们可能就更加搞不清楚其内容了，只知道它可能包括高级有价证券。“职工赔偿保险基金”这个项目，表示根据国家赔偿法的规定公司预留用以满足员工意外伤亡索赔的证券投资。在报表的负债部分有一个对应的项目，将此项负债与其他准备金合并反映。准备金的数额是根据公司过去发生事故的经验确定的。库藏股是公司在市场上回购的自己的股票，它可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能会经公司董事会决定再次被出售。"股票和债券投资－成本价" 可能是高级有价证券，也可能相反。假如这样的话，这个金额是不重要的。

总体来说，这组资产的价值在分析师眼里可能会大打折扣。也许它们会隐藏有巨大的价值，但由于没有准确的信息，分析师宁肯相信自己而不是公司报表才是谨慎的做法。

即使现金也并不总是好的

流动资产包括众所周知的"速动"或"流动"资产。理论上讲，它们都能够在短期内转换为现金。这组资产的第一项就是"现金"，它包括银行存款以及办公室保险柜里的小额现金。一个大型公司可能在全国许多家银行里有存款，而小公司则只在一两家银行开户。通常情况下它百分之百是一项优良资产。但是当一家公司信用状况不太好的时候，可能其银行账户会受到限制，致使其银行存款不能保证百分之百的流动性。依赖公开财务报表的投资者或投机者无法判断是否存在这种情形，如果报表的其余部分是令人满意的，那么他无须犹豫即可判断该公司现金状况很好。

活期贷款项目金额大体上反映了公司预付给华尔街证券经纪人以提供足额交易所保证金担保的金额，这种贷款是百分之百的优良资产。在分析财务报表时，活期或短期贷款以及美国政府债券都被视为现金等价物。

"营运资金及预付款"主要包括办公文具和用品，预支给销售人员的费用以及其他类似的杂项费用。这种情况产生的总金额一般较小，不太重要。

对客户提供的信贷

理海－波特兰水泥公司资产负债表接下来的项目是由两个小项目即"应收票据"和"应收账款"合并起来的，如果是分开来列示的就更好了。应收账款是客户欠公司的货款金额。制造商向批发商甚至零售商出售商品时，往往不是一手交钱一手交货的现金形式的交易，它们大部分采用的是赊销的方式。制造商向批发商销售时会提供一些信用条件，比如"2/10，n/30"，意思是：若客户能够在开出发票 10 天之内付货款，就可以享受发票价格 2% 的折扣，10 天之后 30 天之内付款就没有折扣，全部款项应在 30 天之内付清。公司报表中一个过去一直及时付款的客户 30 天信用期内的应收款项，几乎是完完全全的良性资产。但对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账龄超过30天的应收账款来说，在报表对外报出之前应该提取减值准备，并将其从应收账款的总额中扣除。如果应收账款项目中包含逾期账款，那么应收账款项目没有进行减值处理要比进行了减值处理其流动性要差一些。交易商通过浏览报表并不能了解应收账款这个项目是否经过了这种稳健的减值处理。如果和以前年度的资产负债表对照，发现相对于业务的增长，应收账款的增长有过快的趋势，他便会产生这方面的疑问。在理海－波特兰水泥公司1929年的报表上不存在这个问题，其应收账款显示比上一年大幅下降。

贸易惯例中的一个问题

"应收票据"反映公司持有票据显示的应收款项的金额。在某些交易中，客户开出书面票据而不是仅让债务体现为账面应收账款的情况普遍存在。例如，一直以来，农民在购买肥料和生产工具时都习惯于开具票据。当在商品销售中开具票据并不是贸易惯例的时候，"应收票据"通常反映的是难以收回的应收账款的金额。当一个债务人在这种情形的压力下，他通常会开具票据以证明他的还款意图。相对于那些信誉好的客户的应收账款来说，这些票据很明显不是很好的保障。应收票据也可能反映对公司官员和职员的预付款。如果公司处于困难境地，这种款项将很难从员工那里收回。因此这些票据资产流动性并不是很好。

在别的公司的报表里，"预付款"可能反映为了购买原材料而预付给材料供应商的金额。在古巴的制糖行业中，大部分甘蔗是由糖农种植，他们协议以浮动价格向最近的工厂供应甘蔗。很多糖农的资金是由工厂提供的，所以在古巴糖生产商的资产负债表上，"预付糖农款"通常是一个很重要的项目。在其他行业中也有类似的惯例。对于这样一个项目我们到底应该给予多大的重视是一个问题。

存货项目

流动资产部分最后一个项目是"存货"。这在工业企业的资产负债表上通常是最重要的一个项目，尽管在这张报表中它的金额并没有显得很大很重要。存货的一个同义词是"商品"。一个制造企业详细的资产负债表中会列示"原材料"、"在产品"和"产成品"，但是这些详细的信息一般不会向社会公众公开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司管理者出于谨慎的目的，通常将存货项目的金额以“成本与市价孰低法”列示。如果一个公司所用原材料的市价在一个相当长的时期里一直在上涨，那么资产负债表可能大大低估了这项资产的价值。有些公司甚至更加保守，以一个大大低于市场价的价格对原材料进行计价。比如，一些新英格兰纺织厂就将棉花的账面价值定为每英镑两分钱。国家铅业公司对其铅存货计价时也遵循了类似的政策，将其价格定在了一个比近几年中市场最低价还低的一个水平。很明显，在资产负债表的存货项目上可能会有大额的“隐形资产”。

商品市场的价格起落

过分地将公司存货的增值作为股票市场的看涨因素是错误的。如果原材料由于临时性的供应紧张而价格上涨，通常的结果是价格下跌，这种下跌会除去涨价带来的额外盈利。1925 年天然橡胶的价格由每英镑不足 40 美分涨到 1.2 美元，这没有给橡胶生产商带来真正的好处。橡胶制成品的价格并没有和其原材料价格保持同步增长，1926 年橡胶市场的价格下跌冲销了 1925 年临时性的额外利润还不止。总之，经济在稳定的市场情况下才会得到最好的发展。

如果一个投机者不将存货可能的增值看得太重，那么接下来他还应该合理地估计可能出现的存货贬值。这里要考虑的因素不仅仅是市场的变化，还有“陈旧”货物的积压。如果一个公司管理不善，那么一些过时或陈旧无价值的存货很有可能会积压。一家在银行业中声名显赫，非常有实力的大型干货批发行在几年前倒闭了，人们发现它的货架上堆积了很多已经过时而且实际上多年来根本无法销售的货物。因此很有可能，存货的实际价值低于账面价值，这不仅是原料市场价格下跌的结果，还可能是由于无法销售的原材料的积压。

存货种类平衡的重要性

在制造企业中，存货真实价值的缩水还有一个可能性更大的原因。假设制造过程非常简单，仅仅是将四种部件 A、B、C、D 组装在一起，我们假定它们的比例为 2 个 A、1 个 B、5 个 C 和 1 个 D。我们进一步假设这几种存货计价分别为 A 39 美分，B 1.18 美元，C 42 美分，D 68 美分。显然，这几种部件本身的价值很低，它们必须组合在一起对外出售。如果这家公司的管理是高效的，那么它的部件存货将与制造产品需要的这四种部件的比例相符。然而，如果该公司的管理是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低效的，比如它库存有200个A，300个B，500个C和400个D。这样存货的计价为914美元，但实际上其中只有价值267美元的部件存货才能用来生产出100件产品。按照现在这种情况，剩余的存货实际上是没有价值的，只有再花一大笔钱去购入更多的符合产品比例要求的部件，这些剩余的存货才会变得有价值。很明显，很多原因会导致存货账面价值的缩水。一般的投机者不可能对此进行详细的分析，但没有这种详细分析，就不可能判断一项存货的流动性。在分析一只股票价值的时候，出于谨慎的考虑，对存货账户必须留有很大的余地。

资本性支出

“递延费用”实际上是提前支付的经营费用。“不能吸收的剥离费用”毫无疑问是表示，除去土层和其他覆盖在水泥岩上的废弃物的成本。每年该公司这笔花费可以用来开一个采石场，这个采石厂足够未来15年为某个工厂供应原材料。这项成本除以估计的总吨数，就可以得到每吨一个固定金额的单位成本，单位成本可以使这笔花费在未来若干年内不断计入原材料的成本，这项递延资产账户金额也就不断减少。很明显，这项资产对于一个持续经营的企业是有价值的。

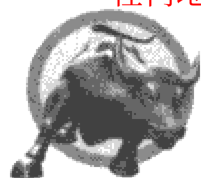
如果一个企业在资产负债表日前一个月按保险政策支付了三年的保险费，很明显，在报表日那天它只收到了所购入保险1/36的保障服务。理论上来讲，剩余的35/36就被认定为一项资产。理海－波特兰水泥公司有很多分散的工厂比较容易发生火灾，所以它自己建立了火灾保险，如报表所示，被列示为一项负债。很明显，它是以一种传统的方式对这种准备支付费用。

资金收回

在资产负债表负债这边，净值项目已经讨论过了。我们可以注意到，理海－波特兰水泥公司已经赎回了一部分优先股。参考其他信息来源可以知道，该公司每年必须至少购回最大流通股数量的1.5%。直到1929年11月30日，该公司已经自愿收回了超过规定数量两倍的股份。当然，逐步减少高级证券，会使普通股的地位得到加强。

流动负债是要在一年内归还的债务。这一类项目包括“税款准备”、“应付票据”、“应付账款”、“应计工资”，偶尔还会有其他项目。其中，“税款准备”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是唯一一个不能绝对准确列示的项目，但它也能被估算得很接近准确。跟其他准备金不同的是，它不是一个纯粹的记账项目，而是一项非常明确的负债。“应付票据”是指银行借款或其他途径产生的应付款，期限一般是60天到6个月。“应付账款”是指购买材料和消耗品产生的欠款。“应计工资”这个项目的名字即解释了其含义。偶尔也会有其他项目会在流动负债部分出现，比如雇员存于雇主处的储蓄存款。

折旧形成负债

尽管折旧准备出现在理海－波特兰水泥公司报表的另一边，但它被作为一项资产的扣减列示。把它放在负债部分作为一项附加的负债也同样合适。在那样的情况下该公司1929年资产负债表每一边的总数，会比现在的报表上每一边的总数多18724685美元。不管用什么方法来处理折旧问题，了解对固定资产计提了多少准备，并且检查其不同年度的波动都是非常有用的。

理海－波特兰水泥公司遵循了恰当的会计惯例，最初是以取得成本作为固定资产的账面价值。随着建筑和机器的老化，该公司为其未来的更新换代作打算，每年都会预留出合理金额的准备金形成折旧准备金。对资产主要部件的更换成本不能像小的修理那样可以直接计入营业费用，而是要冲减这项准备金。在1929年财政年度，理海－波特兰水泥公司的损益表显示有2292205美元的折旧费用。这个数字和资产负债表上列示的增加1957577美元折旧准备金之间的差额，一定是334628美元——加上报废机器的残值和其他资产——更换的成本。如果当年1407871美元的固定资产价值增加数不是花费在资产的永久性增加上，也就是说不是更换，那么当年折旧准备金增加总数就可能会出现在资产负债表的其他地方，或者某些流动资产项目金额会增加，或者有些负债项目金额会减少。

如果一个公司没有计提充足的折旧准备金，最终它会发现自己有很多陈旧的建筑和老化的机器，以至于根本没有能力与发展进步的对手抗衡。另一方面，一个公司也可能通过计提过多的折旧准备金来形成巨额的“隐形资产”。折旧账户的数额是投机者应该认真研究的内容之一。通过同类型行业中不同公司折旧会计操作的对比，投机者可以推理出某些有用的判断标准。

“应回收棉布袋”代表水泥制造业特有的储备基金。客户归还没有损坏的袋子，制造商通常会以每个5美分作为回报。在1929年11月30日，该公司大概有300万只左右的袋子循环流通，毫无疑问其中很多都已经丢失、损坏或者派上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他的用场了。这部分袋子对应的那部分储备金最终会计入盈余。至于“赔偿金和火灾保险准备金”项目，我们已经讨论过了。

其他准备金

除了折旧准备金之外，公司出于别的目的还会设立其他的准备金。如果一种原材料的高市场价格水平出现不稳定的情况，公司可能会谨慎的设立一个“意外事项准备金”以应对可能发生的存货价值缩水。这个准备金可能会作为一项负债设立，也可能直接扣减存货账户。后面的事项将会对此进行很清楚的说明。一个有大量零散分厂的公司会发现，设立自己的火灾保险或者责任保险准备金是件很经济的事情。雇员养老金制度使另一项准备金成为必须。如果管理层希望在随机检查中掩饰其不同寻常的繁荣，还会设立一些没有特定名称只是希望好运的其他准备金。因此，一个准备金账户可能表示对一个被高估价值的资产账户的抵消，一项未来的意外负债，或是一个隐藏净值的账户。

“盈余”作为一个净值账户也被提到了。在理海－波特兰水泥公司 1929 年的资产负债表上，它显示了一个相当可观的数额：8424385 美元。报表本身并没有揭示出一个很有趣的事实，但是在别处很容易得知，那就是在公司的章程中有一个条款：禁止将 1927 年 5 月 31 日以前赚取的盈余向普通股分配现金股利。在整个 1927 年财务年度，分配股利后的盈余为 2544233 美元；在 1928 年和 1929 年该数字共计 1872854 美元。因此，在 1929 年 11 月 30 日，（在这之后公司不太可能不为普通股股东赚取利润），有一笔少于 4417087 美元（而不是 8424385 美元）的金额属于普通股股东，但是不能用于现金股利的支付。为了保护优先股股东，这个差额已经被“冻结”。

什么是流动负债

需要在一年内偿还的债务就是流动负债。这一类项目包括“税款准备”、“应付票据”、“应付账款”、“应计工资”，偶尔还会有其他项目。“应付票据”是指银行借款或其他途径产生的应付款，期限一般是 60 天到 6 个月。“应付账款”是指购买材料和消耗品产生的欠款。“应计工资”这个项目的名字即解释了其含义。偶尔也会有其他项目会在流动负债部分出现，比如雇员存于雇主处的储蓄存款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



概况一瞥

资产负债表就像是在一个时点拍下的照片。分析师们千万不要忘记，某一日的报表在几周后可能会变得很不一样。当然，明智的商人非常清楚这一事实，多多少少地“粉饰”一下报表也就成了很自然的事情。还有一种经常发生的情况，公司选取的财政年度与日历年度不同，从而使公司到财务年度末时刚好进入一个正常的经营淡季。例如，一个蔬菜或水果罐头公司，可能会选择将财务年度的结束时间安排在晚冬，也就是其大部分商品已经卖完了的时候。在那时，它的银行借款最少，现金和应收款项则达到最大值。选取这样一个财务年度期间还有另外一个原因，在淡季时比在库存较多的旺季时进行存货盘点更容易，出差错的可能性也会更小一些。

流动比率

传统的银行家在查看申请贷款者出示的资产负债表时，会首先比较两个项目：流动资产总额和流动负债总额。如果两者的比率是2:1或者更高，他很可能会批准这笔贷款申请。采取这个标准的原因不难发现，在强制清算时，流动资产会有不同程度的缩水，流动负债只有在破产时才会减少。如果流动资产是流动负债的两倍，那么安全空间就该算是足够充分。现代的观念和研究已经很详细地阐明了这个检验公司状况的简单方法。很明显，现金、应收账款和存货之间的比例不同，也会很不一样。在1924年，弗吉尼亚－卡罗莱纳化工有限公司进入破产托管阶段，尽管其营运资金比率是1.88:1。在那个特殊的案例中，针对农场主的应收票据构成了流动资产的大部分，而这些应收票据根本无法变现。

如何“粉饰”报表

将流动比率作为公司实力的检验标准还有另外一个缺点。假设一个公司有价值1000万美元的存货，400万美元的应收账款和100万美元的现金，其流动负债是1000万美元。这样我们可以得出其流动比率为1.5:1。几个月后，公司可能卖掉了500万美元的存货并且得到了现金。如果这些现金已经用于偿还负债，那么将会剩余1000万美元的流动资产和500万美元的流动负债。我们将会注意到，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅由于资产负债表的两边各扣减了同样的金额，这个比率就已经发生了变化。在这里我们甚至没有考虑这些存货转换为现金，或是应收账款时还可以合理预计出的利润。这就是公司为什么会在经营淡季而且存货最少的时候，结束其财务年度来展示其最好的状态。同样的结果还可以通过一种有违道德的方式得到，即向贴现公司出售部分应收账款以换取现金，或者秘密地抵押部分存货或应收账款，在账上又不披露收回这些资产的义务。

对营运资金的要求各不相同

还有一些其他的原因导致流动比率不能令人满意。某些行业并不需要大量的营运资金。例如，一家连锁餐厅，以现金交易并且只需维持几天的食品供应库存，它就并不像其他公司那样需要大量的营运资金，那些公司由于要进行赊销，并因无法控制市场情况而迫不得已储备几个月的原材料或为了季节性需求而要提前几个月生产。有大笔固定投资和稳定的获利能力的公司也不需要大量的营运资金。例如，一个正在酝酿一个 1000 万美元建设项目的公共事业公司，在开始筹集必要的资金时，出售债券或优先股的话就是愚蠢的。只要公司的收入令人满意，并且信用也不错，那么在工程进展中向银行去借款会更便宜，并且在完工时能够有资金偿还全部负债。流动比率或营运资金状况在分析繁荣的铁路或公共事业公司时，是没有什么重要价值的；当企业获利能力下降或者募集长期资本的可能性消失时，它们才会变得很重要。

内部构成

很明显，流动资产项目的内部构成极为重要。举一个极端的例子，假设一个公司有 100 万美元现金，30 万美元应收账款和 20 万美元存货，流动负债是 100 万美元。很明显，该公司 1.5:1 的流动比率优于拥有同样负债，却有 20 万美元现金、50 万美元应收账款和 130 万美元存货的公司的状况，尽管后者的流动比率是 2:1。

这里再提及一下商品转化为应收款项时产生的利润因素，如果 150 万美元的存货出售，利润率为 33.33%，资产负债表没有其他的变化。很明显，流动比率会由于 50 万美元的流动资产而增加，同时流动负债不仅没有减少反而有所提高。另一方面，在两个连续的资产负债表之间，商品可能增加，应收账款可能减少，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从而导致流动比率受损。在业务循环的某些阶段，这样的变化绝不是预示着公司经营不太健康的发展。基于这些事实，应收款项和存货之间的比例也应受到关注。

所有者和债权人

对于投机者或投资者来说，另一个很重要的比率是所有者权益和负债的比率。如果一个公司的流动负债加上长期负债等于其净资产，那么债权人在公司经营中的风险就和所有者的风险相同。如果负债和净资产的比率是2∶1，那么债权人就会比所有者承担更多的风险。除非获利能力很稳定，否则这种状况对于所有者来说很危险。如果负债和净资产严重不成比例，债权人实际上控制着公司，管理者没有自由的决定权，很可能出现的结果就是危机重组。在这种分析方式下，净资产的市场价值比账面价值更重要。负债和所有者资本之间，或者负债加上优先股与普通股之间的严重不成比例，对于高级债券的持有者来说是一个危险的信号。在那样的情形下也许会给投机者提供机会。如果一个处在那种境地的公司收入开始增长，那么该公司普通股的市价就会有很大的提高。美国水利工程和电力公司提供了一个很典型的例子。这个公司的 10 万股股票在 1921 年的最低点价值 40 万美元，与此形成强烈对比的是其高级证券的价值超过了 15000 万美元。四年中，该公司的获利能力并没有什么惊人的增长，但股票价格却从 4 美元上涨到等价的 380 美元。

除了以上所提到的比率之外，还有很多比率对资产负债表的分析很有用。它们当中的很多都与损益表有关，我们将在接下来的一章里给予讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

如何阅读损益表

如果一张资产负债表是对一个时点的描述，那么两张资产负债表就呈现了一个时期的开始和结束。损益表将两点连接起来并且告诉分析师在这段时间里企业发生了什么。即使没有损益表，分析师也能通过比较两张资产负债表得到很多信息。我们以手边的第一张表为例。它描述的是一个制鞋企业的经济状况，这个企业在自有的零售连锁店中出售产品。

资 产			负 债		单位：美元
	1925 年	1924 年		1925 年	1924 年
房地产、设备等	676384	633594	普通股	2000000	2000000
商誉	2500000	2500000	优先股	2029800	2029800
预付项目	27613	——	1 月 2 日应付股利	35521	35521
抵押应收票据	138000	144500	应付账款	80677	63725
应收账款和应收票据	39721	45616	联邦税款准备金	16592	96000
存货	1278633	1274882	应计项目	145631	129465
现金	646470	558340	盈余	1120166	951380
广告费用	38094	70642			
寿险保单	83472	78317			
	5428387	5305891		5428387	5305891

也许分析师在这些报表里面第一个要寻找的就是净资产账户的变化。在这一年中，流通在外的普通股和优先股并没有变化，但是盈余增加了 168786 美元。盈余的增加只可能有以下两种原因，一是该企业经营期间的利润留存，再就是资产重估增值或是部分累计准备金的释放。资产的增长数额比较适度，这种情况在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个健康发展的企业是正常的。唯一的准备金项目是“联邦税款准备金”，它出现了大幅的下降，暗示着有一部分不必要的大额准备金已经转入盈余的可能性。然而，很可能这 168786 美元的盈余增长中的大部分是来源于企业利润。

应该注意到，我们没有办法得知这家企业的总利润是多少，仅仅能估计出没有作为股利分配给股东的那一部分。我们可以推断出，该公司优先股股利是按 7% 的股利率定期分配的。“1 月 2 日应付股利”这个项目刚好等于流通在外的优先股总金额的 1.75%。

商誉的计价

在上面的资产负债表中有一两个项目是前几章并没有解释过的，与这些项目相关的几个词语在报表上顺次排列。“商誉”是一项纯粹人为估价的无形资产。对商誉、商标、专利权和其他类似的无形资产，以名义货币 1 美元来进行估价是一个谨慎的会计惯例，但如果一家公司的股东更乐意看到这些项目金额很大，那也是可以的。分析师要么会忽略无形资产项目，要么就是把公司对无形资产价值的乐观估计看作经营不利的暗示。“抵押应收票据”大概表示该公司在出售其一些固定资产时采用了抵押的方式。“广告费用”仅仅是一个预付项目。“寿险保单”则反映该公司作为受益人为公司管理人员投保的人寿保险的现金退保价值。

实力的印象

先抛开商誉这个项目，这两份报表给了我们一种有实力和繁荣的印象。流动资产和流动负债的比率由 5.77:1 上升到 7.07:1。而且，流动资产的构成也改善了。存货些微的增长和应收账款及应收票据的减少都被现金的大幅增长抵消了。现金与全部负债的比率由 1.72:1 上升到了 2.32:1。抵押应收票据些许的减少表明抵押人正在以分期付款的方式偿还该票据，因此尽管它不是流动资产，却很可能是一项良性资产。

真正的损益表是有价值的

如果说资产负债表的对比使我们看到了很多关于这个制鞋公司在 1925 年的经营情况的信息，但是事实上还有很多事情我们只能从一份真正的损益表上得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知。公司的销售收入、经营费用、非经营性的或其他利润、税、折旧额、借款利息、净利润及其分配，这些都是投机者或投资者所关心的。很多公司公布的年报仅仅包括资产负债表，许多公司即便公布损益表也会省略很多细节。尽管如此，价值的研究者熟悉损益表仍然十分重要。下面这张详细的报表取自与“雷明顿－兰德”一批增发普通股上市相关的公开报表。它概括了这个公司截止到1930年3月31日会计年度的经营活动，为了便于比较，同时也给出了上一年该报表的数据：

损益表		单位：美元
	1929年3月31日	1930年3月31日
销售收入净额	63291623	64180507
减：销货成本	29493322	28137825
毛利	33798301	36042682
减：销售费用和管理费用	27732132	27124845
余额	6066169	8917837
加：杂项利润	375906	797584
折旧、利息和联邦税之前的净利润	6442075	9751421
减：		
固定资产的折旧准备金	1591497	1652516
利息费用	1444053	1299504
联邦税款准备金	407032	705774
	3442582	3657794
净利润	2999493	6057627
减：少数股东权益部分的盈余	71726	17071
记入盈余账户的利润	2927767	6040556
留存收益账户		
年初余额	514820	2053379
加：本年利润（如上）	2927767	6040556
	3442587	8093935
减：股利		
第一优先股	1135405	1126243

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

销售收入净额	63291623	64180507
第二优先股	253802	226106
普通股	——	1201107
	1389207	2553456
年末盈余	2053380	5540479

利润表上的第一个数字通常是总销售收入、总收入，或其他诸如此类的项目。它是公司向客户销售商品或提供劳务获得现金收入或应收款项的总额。在某些情形下可能会逐条列记。例如，一个公司制造橡胶鞋、轮胎和机械橡胶制品，人们就会想知道构成该公司总产出的各个项目的构成比例。铁路公司通常会将收入分为货运收入、客运收入和其他收入。有时候“其他收入”还会被分解为邮寄费收入、快递费收入等。

商业折扣

在我们选择的这个典型案例中，报表的第一个项目是“销售收入净额”。如果给出的是“销售收入总额”，那么第二个项目应该是“折扣与折让”，这样余额才是“销售收入净额”。给予顾客折扣的目的是为了让他们及时支付货款，折让是对货物退回给予的价格减让，两者共同构成销售收入总额的第一个扣除项。在很多行业，这种折扣会被购买货物产生的折扣所抵消。在雷明顿－兰德公司的报表中，那些购货折扣可能会包含在“杂项收入”项目里。在大多数行业中，管理良好的公司总是会拿到他们的商业折扣，这会大大增加其利润数额。

“销货成本”是指用于生产已销售货物的所有原材料、劳动力、电，以及其他项目的总和。货物生产完成后必须销售出去，企业的日常管理也需要一个费用不小的组织。“销售费用”和“管理费用”这两个项目正好满足了这两方面的要求，在该公司这两个项目被合并在了一起。再从“销售收入净额”中减去“营业费用”总额，就可以得到“营业利润净额”。

“杂项利润”这个项目，又被称作“其他利润”，包括所有不能直接归属于公司日常经营活动所产生的利润。比如投资获得的利息和股利、向其他企业出租部分资产获得的租金以及各种偶然的获利等，都属于这个项目包含的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扣减利润的费用

利润的扣减项包括债券和短期借款的利息费用、折旧费用和联邦税。由于地方税按固定资产价值计价征收，并不考虑固定资产的经营结果，所以它和人工成本及材料成本一样，是一项经营费用。而联邦税是对净利润征收的，因此作为单独的费用项目列在直接经营费用的下面。折旧虽是一个记账项目，但却非常重要。如果一个公司在过去计提的折旧费用超过了需要计提或者说足够的折旧费用水平，那么在经营不景气的年份它还能够相对少提一点，以使报表看起来好一些。短期和长期借款的利息是另一项不与经营活动直接相关的费用，所有者提供资金的充足程度将决定这项费用的金额大小。

检查应税净利润

在“联邦税款准备金”公布的地方，对于繁荣公司隐藏大量收入的华尔街传言，导致一项对隐藏利润的有趣调查。某一年的联邦所得税准备除以该公司的所得税税率，应该等于该公司当年扣除利息和折旧费后的净利润。如果报告给政府的经过这样计算后的利润大于报告给股东的利润数额，研究者就会怀疑该公司的会计部门采取了比财政部的规定所允许的记账基础更为保守谨慎的记账基础。

在雷明顿－兰德公司 1930 年的报表上，基于 11% 税率的 705774 美元的联邦税款准备金表明其应税利润是 6416127 美元。将这个数字与已报告的扣除利息和折旧费的 6763400 美元的净利润相对比，两者差额并不大，因为该公司可能会有大量的非应税利润，比如持有其他公司股票获得的股利，或者外国税收的允许扣除额。

所有的费用，有的是必须支付以偿还公司债务，有的是为遵循适当的管理政策提取的准备，当这些费用都记录以后，余额即是当期的盈余利润。它也许被公司作为“盈余”留存下来，或者分配给股东。保守经营的公司通常至少留存其中大部分款项用作公司的再投资。在雷明顿－兰德公司报表中，“少数股东权益部分的盈余”这一项目反映出该公司的子公司中有少数股东存在。这类股东在子公司中的利润份额，在计算母公司优先股和普通股股东可获得的余额前被分离出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



销售趋势

分析一张损益表有很多个切入点。首先引起我们注意的是销售收入这个项目。就其本身来说，它是一个很有意思的数字。一个管理良好的公司，其交易量应该逐年扩大。没有几个行业，其业内公司能够预期每年都会比前一年有所增长，但是它们的发展趋势还会是一直上升的。如果这些数字在波动过程中有些反复无常，有一个简单的方法可以确定这种发展趋势，即比较加权平均数和算术平均数。假设一个公司五年来的销售收入如下：第一年，3835 万美元；第二年，2970 万美元；第三年，4820 万美元；第四年，5615 万美元；第五年，3680 万美元。大致一看，我们难以判断其销售趋势增长与否，但销售收入的加权平均数会告诉我们结果。将第五年的销售收入乘以 5，第四年的乘以 4，第三年的乘以 3，依此类推。然后将这些经过加权计算的销售收入加总，再除以 5，4，3，2，1 的和，即 15，结果便是一个加权平均数：43396667 美元，将其同实际的平均数 4184 万美元对比，即可显示出一个上升的趋势。

考虑币值变动

在判断销售收入的趋势时，考虑价格的波动也很重要的。如果一家百货公司在 1920 年的销售收入是 2000 万美元，在 1913 年是 1000 万美元，其实其销售量并没有真正地增长。战争时期价格的普遍上升解释了这种增长。不管什么情况下，可能得到以实物单位表示的销售收入与得到以金额单位表示的销售收入数字同样重要。如果无法得到，那么有时可以根据某个公司交易商品的已知价格波动来推测。实物数量单位的非正式报告经常会出现在一些可靠的金融出版物上，例如《华尔街日报》、《波士顿新闻》和《巴伦周刊》，这些也是一个可靠的信息来源。

存货周转率

损益表上的销售收入数字还有很多其他用途。其中最重要的一个是在分析不同类型的公司时，用它来确定商品的周转率。一个公司将存货转化为现金和应收账款并购入新的存货的速度越快，其利润的百分比越大，由于市场波动和其他原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因造成损失的风险就越小。一家有5000美元存货、毛利率为5%的街角杂货店，如果它的存货每月周转一次，那么每年将会赚得3000美元，但如果它的存货每年只能周转六次，那么一年就只能赚得1500美元。在后面的情况下，由于货物毁损造成的损失可能会更大，由于出售不新鲜的商品而失去顾客的可能性也更大。在这两个存货周转率下，毛利率很可能不一样。对于一个有着更快速的存货周转率的零售商来说，其毛利率可能会更高。同样的道理适用于所有的企业，无论大小，它都跟商品的销售有关。

小百货和重型机械

销售收入与存货比率在不同类型的企业之间有很大的不同。一个小杂货连锁店的存货周转速度远远快于一个重型机器制造企业。1929年，沃尔伍思公司报告的销售收入是30300万美元，期末存货为37954000美元，而通用电气的当期销售收入为41500万美元，期末存货为80836000美元，这一事实并非后者公司的管理水平的反映。在某一个案例中，为了确定管理层的能力，要将销售收入与存货比率和同行业公司中的佼佼者的类似比率做比较。这一比率的逐年波动情况同样对揭示企业的管理效率趋势十分有用。在这样的联系中，注意到该比率正常的季节性变化很重要。如果将截至12月31日的销售收入与存货比率截至6月30日的该比率比较，其结果可能毫无价值。我们应该将连续年份截止于同一天的该比率做对比。在商品价格上涨的时期，该比率下降可能就是正常的，因为货架上的存货价值上升了。而在萧条的市场情况下，零售商或制造商得救的方法便是加快其存货周转速度。

信用政策

销售收入与应收款项的比率也是一个有趣的比率，它的波动可以表明一个公司的信用政策。如果一个公司销售收入中应收款项的比例不断增大，我们就会怀疑该公司放松了它的信用标准，在其报表上可能会有不断增加的坏账被作为流动资产处理。在经济萧条并且价格下跌时期，信用条件的适当放松可能是必要的，在那时应收账款是比存货更好的资产。随着总体经济情况的改善，信用部门应该采取适度从紧的信用政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对折旧的一些看法

是管理高效还是谨慎保守，应该能从销售收入与固定资产比率的不断增长中看出来。下面的表给出了通用电气公司从 1923 年到 1929 年这七年的销售收入，包括生产设备每年年末的账面价值，以及这两个数字的比率。

单位：美元

年份	销售收入	生产设备、净值	比率
1929	415330000	49236000	8.44
1928	337189000	47556000	7.09
1927	312604000	50338000	6.21
1916	326974000	50557000	6.47
1925	290290000	55169000	5.26
1924	299252000	55770000	5.37
1923	271310000	57869000	4.69

这期间的平均比率是 6.21。加权平均比率（假设最近的数值给予最大的权重）是 6.78。因此很显然，该比率的变化趋势是上升的。这说明，要么是接近分析期结束时，公司在生产设备使用方面变得更有效率，要么就是该公司通过采用极端保守的折旧政策来大大降低了生产设备的真实价值。当人们回想起在这 7 年的时间里商品的价格是呈下降趋势时，管理高效和谨慎保守的印象就被加强了，因此销售收入以吨来反映会比以金额来反映增加更多。

毛利率

除了销售收入和资产负债表项目之间的各种比率之外，还有一个很重要的比率，就是销售收入与另一个损益表项目的比率：营业利润净额/销售收入，或者叫“毛利率”。毛利率的下降趋势可能预示着管理效率降低，同行业竞争更加激烈或者一些管理层无法掌控的情况导致的困难增多。很可能整个行业都遭遇困境，几年的时间里该行业大部分公司的毛利一下子消失。另一方面，如果不能吸引竞争来恢复市场正常的平衡，毛利率的增长趋势就不能维持很长时间。从投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的角度来看，理想的状况就是稳定。当然，为了公司经营周期的进步，应该设立应有的准备。1921 年毛利率下降并不是一个惊人的征兆。一家企业要么非常幸运，要么管理非常良好，才能在那一年多少有些利润。

对很多公司来说，“其他利润”也是一项很重要的项目。它的大小可能会有助于说明资产负债表上“投资”这个项目的价值。这个项目通常不会列示很多细节，在很多情况下跟正常经营活动产生的总收入合并在一起。

折旧的重要性

在很多方面看，折旧可能都是一张损益表上最重要的项目。其他项目都或多或少地超出了管理层的控制范围，但折旧是完全由管理者决定的会计项目。如果收益很少，那么折旧准备的数额就会被缩减以使报表有一个更好的年终展示。如果利润特别高，并且管理者想要积存一些“油水”，以把要求支付更高股利的叫嚣产生的干扰降到最低，那么折旧准备金就可以做得很大。因此，投机者会仔细检查折旧这个数字，以了解它是否不够充分、合理还是过度。没有什么快速且强硬的规则可以制定出来用以确定这一点。正常情况下，财政部允许纳税人以每年 4% 的比率来计提木架结构建筑的折旧，混凝土钢筋结构的建筑是 2%，机器设备是 10%，汽车是 20%。制造企业的固定资产很可能包括所有这些资产，以及其工厂所在的土地。当然土地是不计提折旧的。如果在某个具体的情况下，一个分析师只能粗略地确定合理的折旧费用是多少，那么他至少能够注意到对固定资产计提的折旧费是不是每年都在变化，以及其变化趋势是怎样的。

一项令人满意的比较

将雷明顿 – 兰德公司 1930 年的损益表与前一财政年度的损益表相比较会有一个好转的印象。尽管 1929 年中期开始了经济萧条，但该公司的销售收入却有所增长。除了销售收入的增长之外，管理层还成功削减了直接成本和制造费用。折旧也有所增加，实际上几乎是后一年年末固定资产账面价值的 12%。利息费用减少了，原因是债券赎回或是流动负债的减少。子公司的少数股东权益明显减少。优先股股利的减少也表明部分优先股被购回。这些推论将由资产负债表的对比得到进一步证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



统一的铁路公司会计

到现在为止，我们的讨论还仅局限在工业企业的财务报表。铁路公司和公共事业公司的损益表表面上看起来有些不同，分析起来也是不一样的。因为容易获得，它们对于投机者来说甚至更重要。国内所有的铁路公司都在州际商业委员会的管制范围内，该委员会要求这些企业以统一的方式记账并定期报告损益表。主要铁路公司的月损益表很容易获得。同样，大多数公共事业公司也会定期向各个国家监管机构报告其损益表，尽管它们并不像铁路公司那样有一个全国统一的记账标准。接下来我们用1925年科罗拉多南部铁路公司缩略的损益表举例说明。

单位：美元

货运收入	19598517	
客运收入	4140562	
其他收入	1915076	
经营收入合计		25654155
道路和建筑物的维修费	2888666	
设备维修费	4934683	
交通费	348603	
运输费	8461550	
杂项经营费用	203689	
一般费用	958267	
交通投资	44830	
经营费用合计		17750628
经营收入合计		25654155
经营费用合计		17750628
经营收入净额		7903527
应计铁路税	1637703	
无法收回的铁路应收账款	6992	
经营收入净额扣除合计		1644695
铁路经营利润		6528832

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

出租设备收入	378164	
联合设施租金收入	98193	
其他租金收入	95261	
股利和杂项利息	596012	
杂项利润	2945	
非经营性利润		1170575
利润总额		7429407
设备租金	909589	
联合设施租金支出	164116	
长期债务利息	2551365	
其他扣减额	138398	
利润总额扣除合计		3763468
净利润		3665939

对铁路公司报表的分析会在另一章中以更大的篇幅进行，但有些要点我们现在就予以指出。经营费用与营业收入的比率就是所谓的营业比率。在战前，这个比率在一个一般繁荣的铁路公司里是70%左右。营业比率在几年的时间里一直呈上升趋势，显然对企业的盈利能力是一个严重的威胁。维修费用与营业收入的比率经常会为固定资产状况提供一些线索。正常情况下它大约在30%～35%之间。如果这个比率高得反常，人们就会怀疑管理层通过改良固定资产，并将相关花费计入维修费用的方法来隐藏利润。如果这个比率很低，分析师又会担心管理者为维持股利和利息的支付，而放任固定资产状况恶化。如果维修费明显减少之后紧接着货运和客运成本又等比例增加，即运输费与营业收入的比率增加，那么分析师就会更加不安。另一方面，维修费高得反常之后，如果固定资产的状况真正改善了，运输费比率也会随之下降。

铁路资产的折旧缓慢

在一家铁路公司的损益表里，折旧并不像在工业企业里那样扮演一个很重要的角色。铁路基本上是一项永久性的固定资产。铁路通行权并不需要折旧，铁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



轨、枕木、开关和信号灯的更新会作为维修项目计入经营费用。除了机车和车厢以外，大多数铁路固定资产项目都是这样的。铁路公司设立的折旧准备金是用来更新机车和车厢这类资产。在科罗拉多南部铁路公司的报表上，这项费用是439711 美元。

公共事业公司的损益表也和工业企业的损益表有很大的不同。下面太平洋煤气和电力公司的损益表就是一个很好的例子：

单位：美元

营业收入总额		64440588
经营费用：		
维修费	2981187	
营业、销售和管理费用	21453195	
税	6813406	
折旧	7477634	
合计		38725422
营业收入净额		25715166
其他业务利润		380306
利润总额		26095472
减：		
债券利息	10630021	
其他利息	258247	
合计	10888268	
减：建造利息费	1039703	
余额	9848565	
债券折价摊销及费用	506419	
合计		10354984
净利润		15740488

这张报表上最有趣的数字可能就是扣减的维修费和折旧费。公共事业公司通常每年花费的维修费和记录的折旧费总计能达到收入总额的 12.5% ~15%。公共事业公司，每一美元的年收入通常对应 5 ~7 美元的固定资产，维修费和折旧费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当于固定资产价值的1.8%～3%。不管折旧是否远远超出维修费用，就像上面引用的案例中看到的，或者相反，完全是管理政策的问题。不幸的是，很多公司在公开报表中将维修费用和其他经营费用合并在一起。有些甚至不单独列示折旧，而是把它作为一项股利分配之后的盈余的扣除额。在这种情形下，支付利息费用后的余额应该称为“股利、折旧和盈余前的余额”。由于权威人士认为，为主要固定资产的置换而累积准备金和偿还利息费用一样必要，那么很明显，分析师计算可用于股利支付的余额时有自己的考虑是很正常的。

“建造利息费”这个项目，顾名思义，由于完成一项重大的建造工程需要很长时间，在这段时间里投入的资金不能赚取任何利润，很明显这些投资产生的利息应该合法地资本化，而不是将其作为一项当期的经营费用。“债券折价摊销”是借款的年度费用中的一部分。如果企业发行的面值2500万美元，30年期的债券以94%折价售出，那么150万美元的折价会在30年内合理摊销，每年摊销额为5万美元。

审计报告

常规的公司年报中有一部分内容股东很少阅读，那就是审计报告。下面是由一家大型会计师事务所对西屋电气1915年的报表开具的证明书，是一个十分详细的证明书范例：

我们已经对西屋电气与制造公司及其子公司，截至1915年3月31日的年度账簿和账目进行了审计。

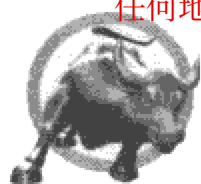
我们已经通过清点或信托公司的函证核实了该公司持有的股票和拥有的债券、现金和应收票据。股票和持有的债券以面值列示，其面值远远低于合计成本。

我们已经检查了应收账款项目，我们认为，已提取的坏账准备足够应对可能的损失。

原材料和耗用品的存货，完工产品或在产品，都在我们监督下进行了清点，以成本或更低的价格列示。

现在我们证明，1915年3月31日西屋电气与制造公司及其子公司的合并资产负债表，合理地描述了当日的财务状况；后附的截至1915年3月31日的年度损益表也正确反映了该期间的经营结果，并且，公司的账簿与以上报表是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天真的管理者

在这份证明书里没有“避免责任条款”，审计师不仅仅是做试算平衡，而是更深入地调查了公司的事务。很多公司仍然不在它们的年报里附上审计师的证明书。很明显，对任何公司的账簿都应该有一些定期的独立检查。这些公司的证券持有人，有权了解一个可靠的会计师事务所对公司所提交报表准确性的担保。在一些大型公司，严重挪用公款的事情并不常发生，但这是投机者的小风险之一。前段时间人们发现一个重要的棉纱厂的财务主管虚增存货账户以使其看起来更美观，但对这件事，其董事长天真地认为“股东没有失去任何东西，他们只是没有拥有自己想象的那么多资产而已”。这番话对投资者根本不起作用，当事件被披露出来之后，投资者手中的股价由每股 40 美元跌到 1 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

铁路和公共事业公司——管制的受害者还是受益者？

一个罐头企业因有多达 57 个品种的产品而知名，但这个数字比起 167 来显然要小得多。铁路公司必须将 167 种之多的常规报告按周、月或季度上报州际商业委员会。它们要使用的安全设备的种类、向客户的收费标准、发行新股的条款、是否进行线路扩建等，都要受制于州际商业委员会。铁路公司与其员工的关系也要接受其他政府机构的管理。除此之外，在大多数州，铁路公司还要受到当地州立公共设施委员会或铁路委员会的管制。

各州对公共事业公司的管制

煤气、电力和自来水等公共事业公司是不受任何联邦机构管制的。但联邦中几乎每个州都设有一个公共事业委员会或一些类似机构，它们会在其权限范围内监督公共事业公司的运作。如果某个爱挑刺儿的市民嫌他的煤气费太高，他就可以去委员会申诉。如果为得到充分的投资回报而要提高公共事业收费水平的话，那么可能整个社会都要被激怒了。

在这样一个领域有什么机会呢？面对如此繁琐的程序和管制，怎么能成功地完成交易？就算一个充满活力且聪明的管理者可以令一个工业企业价值猛增，但是面对如此繁杂限制的公共事业公司，又有什么希望能像工业企业一样提升其价值呢？

公共事业股大幅波动

这个说法是有事实根据的。公共事业公司股票的波动幅度可与那些工业企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股相匹及。波士顿 & 缅因铁路股价从 1924 年的 10 美元涨到 145 美元，仅用了五年时间。联邦电力股价从 1926 年 28.625 美元的低位暴涨到 1929 年的 246.5 美元。截止到 1926 年，公共事业股已经非常壮观地持续上升了 5 年。这样的股价波动在工业领域几乎没有过。

看来限制性规定也不过如此。政府机构可能会说你不能做这做那，但它永远也代替不了管理。委员及督察员们会对公务员工资进行审计、检验、调查、核实，对违规的进行禁止和批评，但他们从不采取行动。当他们完成批评，仍会留给股东们选举的管理层一个广阔的空间，可以设法争取更多的业务，并削减已取得业务的成本。这就像工业企业的经理必须想方设法地解决扩大业务量和降低业务成本的问题一样，在公共事业公司，管理不善可能导致利润减少甚至产生亏损，而良好的管理则会使一个弱势企业变强大。投机者不要因为政府当局对铁路和公共事业公司的内部事务干预的程度大于工业企业就拒绝他们的股票。

公共监管的优势

从另一方面看，公共监管也给投机者带来了明显的好处。它能确保投机者获得被监管公司大量详细的资料，若不是公共监管，这些资料根本无从获得。在铁路公司，详细的收益信息每月公布，大量其他信息也定期报告，并且这些信息的格式都是规范的。分析师没有必要停下来思考某个账目报告的具体内容，因为它与其他 50 个铁路公司报表上的同名账目报告的内容完全一致。

公共事业公司不像铁路公司那样信息丰富、账户统一。因为他们不同程度地受制于 49 个不同的司法管辖权，而非受制于一个统一的中央机构。但从整体上看，比起工业公司，公共事业公司的可获取信息更充分。

大企业的道德标准

激进的社会秩序批评家通常认为只有奸商才能创造财富，不道德跟大企业是相伴相生的。这当然是对商界无知和有偏见的看法。但无可否认，很少有交易能够不被具有严格道德标准的信徒挑出问题。由于这种对道德准则的背离，小股东、小投资者或小投机者有时会成为输家。但是很明显，欺诈交易只会在暗地中进行。如果对公司事务持续和全面的公开，与大公司相关的不诚信交易就无法进行了。这种充分和持续的信息公开，在公共事业公司比在工业公司可以更大程度上得到保证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，还有某些政治家在不断地寻找公共事业公司的“软肋”，以阻止任何不良状况的发生。可以相信，大公司的运营活动99%以上是诚实的。而在公共服务领域，坚持“行得端，走得正”方面的压力比工业企业还要大得多。

举债经营

公共事业公司股价大幅度波动的一个主要影响因素，是这些公司安排资本结构时运用的“举债经营”政策。工业企业理想的资本结构是没有债券、没有优先股，只有一种普通类型的股票。但在公共事业或铁路运输公司，这种形式的资本结构几乎不存在。由于固定资产的长期性特征，以及相对稳定的盈利能力，铁路运输和公共事业公司可以并且也习惯于通过发行债券或优先股股票的形式来获取大部分长期资本。美国铁路公司一半以上的资本是由债券和固定股利率的优先股构成。在很多情况下，公共事业公司的普通股在资本总额中所占的比重，比在铁路公司还要小。事实上，控股公司通过持有全部或大部分普通股就可以控制分散的公司财产。在这种情况下，用价值1000万美元的普通股来控制价值1亿美元的财产是完全可能的。

一个实例

用下面这个案例很容易解释举债经营原则。假设一个公共事业控股公司发行了年利率5%，面值为6000万美元的债券，和年股息率7%，面值为3000万美元的优先股，以及面值为1000万美元的流通在外的普通股。如果负责管制该公司的公共服务委员会确定的收费标准，在公司管理层胜任的情况下，使该公司的投资收益率达到8%，那么该公司可能获得利润800万美元。债券持有人将获得300万美元，优先股股东获得210万美元，剩余部分由普通股股东获得，为290万美元，每股收益就是29美元。现在如果因为收费标准较低、管理不善或其他原因，收益率只有资产价值的6%的话，每股收益将只有9美元，换言之，每一美元资产的收益将下降25%，每股收益下降69%。

如果投资收益率的一个小幅波动都会带来如此显著的影响，那么对股市的影响可能会更加显著。如果一个公共事业公司的总体投资回报很小，以至于其普通股股东分到很少或根本分不到收益，那么该股的每股市值可能在5 ~20美元之间。营业费用的微降，毛利上升或收费标准结构的改善可能会使回报率以稍大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



幅度上升，普通股每股收益就会有 10 美元或者更多。在 1929 年这样一个牛市，这种收益能力可使普通股每股价值高达 250 ~300 美元。

剧烈的股市波动

有两个例子可以证明公共事业公司股票价格的剧烈波动，这两个例子也证明了这样一个理论，如此剧烈的波动主要会出现在具有头重脚轻资本结构的公司。1924 年 12 月 31 日，波士顿 & 缅因铁路公司有 13270 万美元的长期债务，4190 万美元的优先股，但仅有 349730 股股票。1923 年，此公司报告了税后连续三年的赤字。毫不奇怪，该公司每股市价仅为 10 美元。新的管理层说服优先股股东放弃了大部分的累积股利，大力削减费用，同时迅速扩充资本，5 年后，虽然总收入比 1923 年小了一些，但高效率的经营使普通股每股收益达到了 8. 62 美元。同时，该公司权益市值达到 2. 3 亿，这在 1924 年还不足 400 万美元，几乎翻了 15 倍。

联邦电力在 1926 年底还是一个有着相当规模的公司。该公司及其子公司的长期债务和优先股总额共计 25200 万美元，普通股股数为 1233000 股。在当年股市低迷的时候，其权益的市场价值不足 3600 万，在 1925 年，公司的每股盈余为 2. 61 美元。1928 年，得益于公司的资本结构、33% 的总收入增长以及经营比率的改善，最终使可支付股利的利润增长了 220% 。公众对于公共事业领域存在这种可能性的认识，又推动公共事业股在 1929 年达到不可思议的高度。

当投资者与投机者在公司的权益相等时

稳健资本化的公共事业公司，其股票不太可能发生大幅度的价格波动。宾夕法尼亚州铁路公司就是这样一个例子。1929 年底，该公司有面值 57500 万美元流通在外的股票和 55000 万美元的长期负债。由于权益比例大，想大幅提高每股收益的话，就要大幅度地提高投资收益率。收益的稳定性自然伴随着这种资本结构。宾夕法尼亚州铁路公司从 1856 年开始每年都分配股利，该公司股票一直是一个稳定的投资项目。由于战争以及联邦控制产生的灾难性影响，宾夕法尼亚州铁路公司的股利率在 1921 年有所下降，股价也跌至 32. 25 美元。1929 年其股价水平恢复到 110 美元。虽然就其自身而言，这是一个不小的进步，但与波士顿 & 缅因铁路公司的股价相比，那就是小巫见大巫了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳健筹资的公共事业公司

在公共事业领域，联邦爱迪生公司就是保守融资的一个例子。在1929年底，该公司仅有13500万美元的股本及12000万美元的债券，没有优先股。与1925年相比，其1928年的利润表显示总收入增长了33%，这可与联邦电力相媲美。经营比率的提高尚可。由于这种更为稳定的资本结构，联邦爱迪生可用于支付股利的利润仅仅提高了44%。而在同样条件下，联邦电力普通股股东则获得200%的利得。3年内，联邦爱迪生的股价从其1926年的低位增长了3倍，但它的表现远比增长近乎于900%的联邦电力要逊色得多。

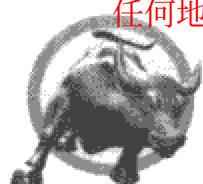
很明显，对于通常需大幅提高资本投资以增加其总收入的公共事业公司来说，维持一个保守的融资结构的代价是牺牲股价大幅度提高的可能性。此外，在这个领域，投资者和投机者非常明确地“平分”了公司。这种财务结构从投资者角度看是十分理想的，但大大减小了股价大幅变动带给投机者机会的可能性。

当然，股价的大幅市场波动在资本结构接近理想状态的公司也并非不会出现。纽黑文公司1913年的资本结构是1亿8千万美元的股票以及2亿美元的债券，但这个事实本身并没能阻止该公司股价从1913年129.875美元的高位狂跌至1923年9.625美元的低位。1922年，Pere Marquette同样拥有一个理想的资本结构，4200万美元的长期负债，2300万美元的优先股和4500万美元的普通股，但此后，该股股价还是从那年的19美元飙升至1926年122美元的高位。一家股票为投资级的知名企业可能会陷入经营困境，而一家普通公司可能就因为管理层的辛勤工作而繁荣昌盛。不过，这种变化导致的市场波动可能还是比财产变动影响权益时所发生的市场波动要慢得多。

考虑季节性差异

在某种程度上，铁路公司股票的走势取决于个别因素，而不是市场总体趋势。因而对投机者而言，知道如何分析铁路股账目是至关重要的。无论是多大规模的铁路公司，州际商业委员会都会收到他们每月的收益报告，投机者也可以同时从金融出版物上找到这些收益月报。月是一个较短的区间，因此，单独一个月的收益可能比整年的1/12少很多或多很多。承接谷物运输任务的铁路企业，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使其全年的盈利比较可观，通常也很难在春季取得固定的收入。然而，佛罗里达铁路在冬季和早春时往往最为繁忙。通过计算各年的平均值、特定路段年总收入的百分比，以及特定月份的净营业收入就可以得到，这些数字可以在大量的统计汇编中找到。这样，计算铁路公司年收益就很简单了，并且可以确保相当程度的准确性，即使其中包含了年初四至五个月的数据结果。详细的月度数字也反映了是否有削减维修支出的倾向以及运输成本比例是缩减还是上升。

铁路公司的评判标准

除了利润账目中的金额数字以外，年度经营报表中还有重要的详细数据，以吨和英里为单位。显示年度货运总量的指标是吨英里，指货物运输一英里的吨数。这个指标在连续多年的期间内会显示出明显的上升趋势。每吨平均运程（英里）是另外一个重要指标。由于场站成本是铁路运输成本的主要组成部分，远程运输是铁路运输中最有利可图的业务。那些运载大量易腐水果或蔬菜以高速从加州横渡密西西比河或佛罗里达去往北方的铁路，地理位置优越，十分幸运。若在某个时段内，平均运程呈现上涨趋势，表明其业务可能正变得更加赚钱。货运分类是铁路报表的另一个重要细节。工业制成品、杂货及农产品的运输有占据更大份额的趋势，矿产品和林产品便宜并且收费更低，其运输份额有逐渐减小的趋势，这种趋势表明交通运输越来越有利可图。大多数路线上，客运的重要性远小于货运，但长途客运还是盈利的。

列车载重量指标

平均列车载重量是最常用来计量铁路运营效率的指标。一个车组运载的吨数越大，货车装载越充分，其直接运营成本就越少。每个运营铁路路线员工的目标，都是达到更优的汽车装载及列车装载。达到目的的主要方法是减少空载运行。很多铁路都有一个严重的问题，单向运输交通压力大，比如从煤矿到海边运输烟煤的铁路就是这种情况。反方向的空车运行自然会大大降低平均列车载重量指标。如果能够成功促进交通运行，平衡主要运行线路，列车载重指标将会相应地有所反映。如果管理得好，一条铁路的平均列车载重量会在几年的时间段内趋于上升。对于两条不同货运类型的铁路而言，其列车载重量是没有可比性的。比如一条主要运煤的铁路，其平均列车载重量为800或900吨，而一条轻货运输铁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路的平均列车载重量可能仅为300或400吨。即便如此，列车载重量仍是铁路公司分析师所关注的一个重要指标。

艾奇逊效应

我们用美国最大的铁路公司“艾奇逊、托皮卡和圣达菲”进行这些测试。在1913年，该公司的货运量为25062000吨，1925年上升至42782000吨，吨英里数则由7802000000上升到13862000000。经过一个简单的计算，该公司的平均运程由311公里上升到324公里，只是稍有提高。由于私人汽车和公共汽车业的发展，铁路公司短途运输遭受损失，结果是乘客数量减少了50%，但平均运程从90公里提高到209公里。

战争导致大多数道路的运营比率大幅提高。与1913年相比，大多数铁路将更大部分的总收入用于维护和运输。艾奇逊公司在1925年的表现非常明显，以下指标都接近于1913年的水平。1913年维护费占总收入的32%，在1925年这个指标为34.3%。1913年，运输费用消耗了30%的总收入，在1925年这个比例为30.8%。高效运营的设想被列车载重量指标所证实。1913年，平均列车载重量为425吨，1925年增长到670吨。对于一条不是把运煤作为主要业务的铁路，这是个相当不错的业绩。1925年，超过32%的货运对象是工业制成品、商品、杂物等，而1913年这些类别的货运比例不足25%。

圣保罗的困境

通过将“芝加哥、密尔沃基和圣保罗”公司1913年和1924年的数据对比，我们可以发现，一个铁路公司进入破产托管前，一定会有迹象。1924年正是该公司破产托管的前一年。该公司货运吨数的增加量大大低于艾奇逊公司，平均运程实际也是下降的。该公司的运输费用比例是上升的，并且每年都比艾奇逊公司高很多。而维修费占总收入的比例在1913年时远远低于艾奇逊公司，到1924年时，也只是略有升高，这显示出了维修费用充足性的问题。在这段时间内，圣保罗公司在列车装载量方面获得了比艾奇逊公司稍好的收益。然而其在货物运输性质方面的变化却显示出明显的倒退。1913年，该公司货物运输中商品、工业制成品以及杂物的比例超过了30%，但到1924年时还不足23%。

另一个关于艾奇逊公司和圣保罗公司的有趣比较是对设备折旧的处理。不幸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的是，圣保罗公司在其年度报表中并没有将铁路和设备分开列示，两者在 1923 年 12 月 31 日的总价值为 68900 万美元，而艾奇逊公司在同日是 84200 万美元。在后者的数字中，有 19100 万美元是设备的价值。

同一天，这个更好些的公司在准备金这部分报告了一个 7600 万美元的应计设备折旧，圣保罗公司资产负债表上这个项目仅报告了 2500 万美元。即便允许两家公司因系统大小不同而存在合理的差异，人们也有理由怀疑圣保罗公司的费用数字中包含的是一个不充足的维修费准备。当然，折旧在铁路公司报表中是维修支出的一部分。面对这个合理的怀疑，1923 年该公司优先股每股收益报告为 30 美分，但在 1924 年其实际交易价格不过 32.125 美元。

千瓦和千瓦时

如果说吨和吨英里是铁路公司经营报告的主要指标，那么千瓦和千瓦时则是电力公司重要的计量单位。千瓦是电量单位，对工程师来说它比马力这个单位使用得更多更普遍。一千瓦大约等于 1.33 马力。电力公司按千瓦时售电。1925 年，最大的电力公司售电量超过了 10 亿千瓦时的最高记录，如当年纽约爱地森公司售电量达 12 亿 1600 千瓦时。其中该公司电站发电量为 9 亿 6 千 7 百万千瓦时，剩余部分电量是买来的。该公司发电能力为 416000 千瓦时，如果每个发电机都 24 小时运转的话，一年产出电量将为 36 亿 4 千万千瓦时。产出并且销售这个电量将达到 100% 的理论效率。实际的理论最大产出比率叫作载荷系数，每个公共事业公司经理都渴望得到那类能利用当前正常的机器闲置时间或淡季进行生产的业务来提高载荷系数。但是实际上，接近 100% 的载荷系数是根本不可能达到的。

在进行铁路公司的比较时，没有必要为两个公司的不同点保留非常大的余地。但在公共事业领域，公司间的差别可能会更大。一个公司可能用水力发电并且把电力批发销售给几个大客户，另一个可能没有自己的发电站，只是临时批发来电力然后再出售给本地区内的零售消费者，还有的公司可能既发电又配电。一个主要或全部用水力发电的电厂的利润表，与完全用蒸汽发电的电厂的利润表会有很大不同。公共事业领域大规模的并购活动正在消除这种差异。

资本的慢速周转

一般说来，一名分析师要记住的关于公共事业公司最重要的事情，就是他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的固定资本周转率是很低的。通常需要5美元或更多的固定资产才能每年创造1美元的总收入。这个比率在水电公司还要更高。在水利发电站，每千瓦时生产能力必须投资100~300美元，还不包括长途输电线路和配电系统。在1925年底，蒙大拿州电力公司持有固定资产9500万美元，超过其1925年8438000美元的总收入10倍。另一方面，水力发电厂的经营费用非常小。直接经营成本仅由一点润滑剂花费和很少的工人工资组成。1929年宾夕法尼亚州水电公司的经营费用只占总收入的35%。全部或主要用蒸汽发电的公司会比水电公司有更高的经营比率，但其资本成本却低得多。

正常情况下，公共事业公司的折旧准备金应达到总收入的6%~10%。然而，如果累积准备金等于或大于固定资产价值的10%，公司就有理由减少一些折旧准备金。公共事业公司的债券发行合同中经常会要求发行公司预留特定数额用于维修和折旧。一个常见的条款规定，公司要“每年向托管人支付至少总营业收入额的12.5%，减去过去一年在未备基金的改良、改进、添加、维护、修理、更新、更换上花费的金额。”

一个启发性的分析

1925年4月13日，《巴伦周刊》发表了一篇关于拉丁美洲公共事业公司的文章，讨论了哈瓦那电气铁路电力公司特别的折旧政策。文章中说，在1923年，该公司将24.9%的总收入费用化为折旧和或有事项的准备。如果他们只将正常总收入的10%记为准备，普通股的收益额将是21.94美元每股而不是实际上报告的8.57美元。该股当时的售价约为102美元，后来几个星期的实际售价甚至低于面值，但在一年内该公司股价却超过了250美元。可以看到，市场的变动无法使大众对公共事业公司盈利能力值多少钱的看法产生改变，这是1929年的公共事业公司蓬勃发展的主要原因。它只是代表一种流行的价值观的忽然改变，这种价值观普遍存在但又鲜为人知。这种机会很少，但它们表明，折旧数字是值得研究的。

人造煤气公司的数量比电力公司要少得多，其重要性也比电力公司小。在许多重要城市，包括纽约、巴尔的摩、丹佛、旧金山，一家公司可以同时提供天然气和电力。对于这样的公司以及子公司同时经营煤气及电力的控股公司来说，分析时所用的比率应该与电力公司的相同。有几个重要的天然气公司，如布鲁克林联盟、马萨诸塞州和芝加哥大众，人们一般认为它们需要的折旧率比电力公司的折旧率低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一种理想的燃料

近年来天然气行业的快速发展已使人造煤气业的进步有些黯然失色。管道建设推动了天然气市场的迅速扩张，几年之内这种理想的燃料也许会在美国的更大部分地区自由供应。井中 1000 立方英尺的天然气成本也就几美分，但其热单位却是人工煤气成本的两倍，因而天然气可能取代零售价超过每1000立方英尺 1 美元的人工煤气。但是由于管道线路的成本很高，所以使煤气从源头上传输数百英里后的成本可能是在气井中时成本的好几倍。另外，天然气供应也不会像工业制成品那么稳定。这些固有的缺陷很可能使市场不能根据对电力公司的估价基础对天然气收益进行估价。

铁路客运公司的苦恼

铁路客运公司是铁路中的一个专业类别，用来分析铁路公司的比率可以直接用来分析铁路客运公司。我们应该将城际线路（它们对私人汽车、公共汽车的竞争非常敏感）与大城市提供公共运输服务的系统（它们必须依靠地面、地下和高架线路）加以区别。在战争时期，财政困难开始使铁路客运公司苦恼，当他们发现很难压制公众对费用水平高于以往的 5 美分的不满，后来跟私人汽车和公共汽车的竞争又日益加剧时，铁路客运公司逐渐失去了投资和投机公众中的大部分朋友。正如这里所提到的，通过破产托管和放弃里程来淘汰弱势铁路客运公司还是没有最终解决问题。不过，服务于国内大城市的那些公司，还是显示其在交通运输和某些情况下是有收益的。甚至城际线路的处境也不是完全没有希望，虽然他们大多数财务状况较差，但是比起独立的经营者，他们在投资经营公共汽车方面的资金状况要好得多。他们之间进行的公共汽车线路以及与城际线路之间的惨烈竞争，最后将由于弱势竞争者的财源枯竭、立法和法院保证安全和充分的公共服务的行动而结束。当那一天到来的时候，铁路客运证券迎来牛市绝非无望。

公共事业公司——如铁路、电力、煤气和铁路客运公司，这些公司的股票为投机者提供了广阔的、可操作的且具有很多优势的领域。这些公司的信息比工业、采矿和石油公司的更完整、更可靠，并且具有更好、更详细的分析标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

工业股分析

大城市中很多商店的门外都悬挂着明亮的红色标牌，这些标牌是由装有稀有气体——氖气的玻璃管做成的，当电流通过氖气时，玻璃管就会变成红色。将氖气出售给这些标牌制造者的是一家在纽约证券交易所上市的大型工业公司，出售氖气只是该公司的非主营业务之一。现在多种经营的例子很多，这是上一代人做梦也想不到的。除了生产大量新产品之外，当今的工业企业还在以极大的规模生产着前几代人熟悉的商品。上一代的工厂往往是只有几百名员工的小生意，所有者是个人或少数人组成的团体。当今的制造企业规模则较先前大得多，并且一个企业的资本必须由成千上万的人提供，而不是少数人。

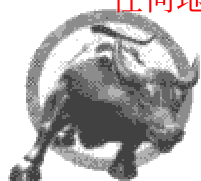
托拉斯的产生

南北战争至西班牙战争期间，投机者几乎不会买卖工业股。在 19 世纪 90 年代，发生在航空业、钢铁业、制糖业、造纸业和橡胶业等许多行业中的竞争性企业间的兼并创造了“托拉斯”。工业股才由此开始进入公众交易的范围，这一过程一直持续到今天。以前，铁路股是主要的投机工具，现在，代表着绝大多数业务种类的工业股在数量上已经远远超过了铁路股。近期某一天证券交易所的记录显示，按字母顺序排列的交易量最大的十家公司的经营范围为：百货店经营、投资信托、针织品制造、办公设备制造、农机制造、铅矿开采、燃气提取、真空吸尘器制造、轮胎制造和金矿开采。

为什么股票会有一起波动的倾向

直到二十世纪早期，可以用来投机运作的工业股数量还是相当有限。其中存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在活跃市场的股票只有几只：美国钢铁、美国制糖，几家制铜公司和其他一些“托拉斯”的代表。这使投机者的注意力都集中在这个有限的群体，而且股票一起波动的倾向很强。单只股票的波动明显要比当今数以百计的上市股票中的一只引起的类似波动更多地受到人们的关注。此外，以前国家整体的产业多元化程度比当今要低很多，所以以前对一个行业不利的条件，可能对其他行业同样产生不利影响，程度甚至更大。随着当今股票市场和国家产业结构的多元化，在股票市场的总体波动中，单只股票的波动与以往相比有了更广阔的空间。

萧条与繁荣并存

当前，很可能在整个国家处于繁荣的同时，大量的行业却处于萧条状态。例如，在 1923 ~ 1926 年期间，皮革制造商、书与造纸商、化肥制造商、包装商、大多数纺织品制造商和烟煤矿业均遭受不同程度的经营萧条。这些行业公司的股票受到其行业状况的影响，同时总体上也受到货币市场和股票市场的影响。

在前面的章节中，我们已经注意到这样的事实：即使是同一行业的股票也会沿相反方向波动，或是沿同一方向波动但波动程度差异很大。这样看来，投机者不仅需要确定总体市场环境是有利于买入还是卖出，同时也要确定特定公司所处行业的状况，以及该公司的特定状况是有利于买入还是卖出其股票。由于工业股是其投机运作的最大领域，对工业股的分析会占用其很大部分的注意力。

对烟草公司的分析

当个事后诸葛亮要比深谋远虑容易得多。分析一只工业股票几年前的状况，看看聪明的投机者应该如何得知该股票注定以后要发生的变动，这是一件简单的事情。现在还是让我们来看看过去的一个分析是如何变成现实的吧。在 1924 年 5 月，《巴伦周刊》发表了一篇文章，详细讨论了 1911 年美国烟草公司解散后形成的四大烟草公司的历史以及这些公司在文章发表当时的状况。大家都不会忘记，最高法院于 1911 年下令解散了烟草行业的“托拉斯”，继而成立了四大生产咀嚼性烟草以及吸食性香烟的工业公司，以及一些较小的鼻烟、甘草及有关产品的制造企业。四大后继公司——美国烟草、利基特 & 迈尔斯、罗瑞拉德和 R. J. 雷诺——进入了一个市场竞争活跃的时期。这一行业的繁荣，很大程度上得益于烟草消费的巨幅增长。雷诺将其业务集中于一个香烟品牌——骆驼牌，并取得了巨大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功，从 1912 年利润最少的公司，在 1924 年一跃成为四家公司中利润最大的公司。美国烟草公司则继续生产多种香烟和其他烟草制品，虽然保持增长，但是相比雷诺公司而言增长缓慢。利基特 & 迈尔斯与美国烟草公司实行同样的政策，但是与之相比增长较快。罗瑞拉德则专注于经营价格相对较高的土耳其品牌香烟。它先前想要推广一种廉价的混合型香烟，在 1924 年时已经宣告失败。就在该篇分析文章发表前，罗瑞拉德的管理层发生了变动。

预测与结果

该篇文章在结论部分对于四只股票的评论如下：

美国烟草公司——“持续报告盈利，并且似乎使得该股票有权参与投资评级。总之，这只股票具有确定的吸引力。”

利基特 & 迈尔斯——“去年的每股盈利几乎与雷诺相同。这家公司过去报告的增长速度不及雷诺德，但是该股票的收益率更具吸引力，未来前景光明。”

罗瑞拉德——“1923 年前其状况一直不错，但是股票下跌是否是暂时性的仍有待观察。”

雷诺——“应该能够保持其在该行业的领导地位。然而，当前市场对这只股票的未来长期增长不很乐观。”

整个行业——“烟草制造商希望本国人均年香烟消费量能够达到 1000 支。那么这四家公司都能够持续兴盛。”

根据这些评论，下表列示了这四只股票在 1924 年 5 月 5 日和 1929 年 12 月 31 日的市场状况，每只股票的股利以及面值变动都已考虑在内，这显然是有意义的。

	1929 年 12 月 31 日	1924 年 5 月 15 日	增长率%
美国烟草“B”	409	140	192
利吉特 & 迈尔斯“B”	118.625	50	137
罗瑞拉德	16	35.75	-55
雷诺“B”	155	65.75	136

产品与政策

对美国烟草公司和利基特 & 迈尔斯的好评被其随后的股价上涨充分证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实还证明，对于雷诺公司的评论太过保守，而对于罗瑞拉德公司来说，评论还不足够悲观。

总体而言，这是一个很好的盈利性分析的实例。这个分析是有一定难度的。烟草总消费量的统计数据很容易获得，生产成本的估计也可以做到基本准确，但是各品牌的生产数据是被严格保护的商业秘密。对于分析师而言，对各烟草公司增长率的比较相对其他领域公司来说更加缺乏依据。

“伯利恒钢铁”的政策

近年来两只主要钢铁股不同的市场波动表现我们已经在前面的章节讨论过了。关于这一点，《巴伦周刊》在1923年10月22日发表的一篇评论与之相关。一名记者试图寻找便宜股并初步认为当时售价低于50美元的“伯利恒钢铁”普通股即为所指，这篇文章在答复该记者时说道：“或许5美元的股利率不能体现严重的危机，但是对于其长期性的怀疑提出了一个问题，即一个有吸引力的收益率是否能够证明是可以实现的。”一年之中，该公司没有支付股利。在这一评论发表之时，伯利恒钢铁公司的收益才刚刚够5美元的股利，但该企业正将其资金大方地花费在工厂的改造项目上。将资金花在工厂改造上以降低成本的项目无疑是很好的，但同样明显的是，显著提高盈利能力的结果并不能在几个月之后就达到。基于这些情况，投机者不得不思考与公司董事们面临的相同问题，对伯利恒钢铁公司来说，将其全部营运资金用于生产能力改造，通过发行债券或优先股为之筹集资金，而这必将在发放普通股股利之前增加费用，或是令普通股股东没有收益（对普通股发放股利可能是必要的），这是一个更好的政策吗？

两大工业巨头的比较

事实上，在1923年底，“伯利恒钢铁”的营运资本相对于其规模来说，比它的主要竞争对手要小很多，这显然与其股利政策有一定的关系。在对钢铁生产商进行比较时，生产规模以年纯铁生产吨数为单位。钢铁厂生产铁板、铁条、钢轨、板材、铁棒、铁管以及钢坯。一些企业比其他企业产品种类要丰富，但它们最大的共同点就是纯铁吨数。1923年底，全国纯铁生产能力约为5000万吨。其中，“美国钢铁”为2200万吨，“伯利恒钢铁”为760万吨。与此同时，“伯利恒钢铁”的净营运资本为119724000美元，“美国钢铁”则为451192000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归纳为每吨生产能力的可比营运资本数，较小的公司为15.75美元，该行业巨头则为20.51美元，对于更大公司来说这一有利差异是显著的。

对于“美国钢铁”与“伯利恒钢铁”资本总额的比较可能也已经进行过。前者有527160000美元的长期负债，360281000美元的优先股和508302000美元的普通股，而“伯利恒钢铁”则有21288400美元的债务，58776000美元的优先股和180152000美元的普通股。两者每吨资本的比较如下：

	伯利恒钢铁	美国钢铁
长期负债	28.01	23.96
优先股	7.73	16.37
普通股	23.70	23.10
资本总额	59.44	63.43
营运资本	15.75	20.51
净资本	43.69	42.52

“美国钢铁”的优势，其实是相比表面而言更加显著。这家大企业拥有数千公里的铁路、大水泥厂以及伯利恒钢铁公司没有的其他资产。其产品多样性也同样显著。纯铁吨数作为其中的一个单位根本不能说明全部。

实物量单位的运用

投机者在分析工业股或其他股票时必须始终牢记，没有任何两家公司具有严格的可比性。投机者必须随时考虑其不同点。一个原糖生产商可能拥有自己的精炼厂，另一个则就是糖生产商此外什么都没有。一家皮革公司可能仅仅生产鞋底皮，另一家可能生产鞋面革，而另一家则生产皮带类。甚至表面上被认为极其相似的公司如“沃尔伍思”和“克雷斯吉”也不是完全具有可比性的。这两家公司一家坚持在商品定价时以10美分为限，而另一家则在其专营店内销售更高价格的商品。以实物量单位为基础进行公司间的相互比较是有价值的，尽管由于其他一些原因，其适用性有限。很多企业多元化程度都相当高，以至于单一的单位不能够涵盖其全部业务种类。“联合化学及染料”是一家制造屋面材料及药用化学品的公司。要以其产出的吨数为单位将其与其他化学品公司进行比较是不可能的。“奈恩”（Congoleum-Nairn）和“莫霍克”（Mohawk Carpet）同样制造楼面料，但是以每平方码产品的资本额为基础对两者进行比较将会是荒谬的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生产成本至关重要

要通过在两个或多个企业的比较中得出一个公允的结论，还有一个事实绝对不能忘记，那就是，与一只股票相关的最为重要的事是收益能力。两个具有相同重置价值、账面价值或流通在外资本的企业，可能在收益能力上差别很大。因此，两家水泥公司可能年产量相同，但是其中一家公司的地理位置可能使其在原材料和市场关系上比另一个更为有利。因此，基于每桶生产能力的资本额对股票进行估值将是完全误导的。报表被定期编制出来，而且看起来有理有据，钢铁公司可以使它的每吨钢铁的价格比任何竞争对手便宜50美分。如果“伯利恒钢铁”和“美国钢铁”每吨生产能力的资本额和营运资本确实相同，仍然将会有合理的理由来解释这两家公司股价的巨大差异。

在必须谨慎地做比较的同时，投机者仍然应该尽可能多地了解他所感兴趣公司的业务。其主要原材料或主要产品的价格趋势可能是最为重要的信息。古巴各糖业公司的股票波动很大程度上同原糖市场保持一致。石油公司的股票对石油价格的变动趋势也非常敏感。在活跃的石油股市场中，每周原油的产量也是一个重要因素。在两种情况下这些数据可以随时提供给每一个投机者。金融新闻媒体每天发布原糖报价，随时报道石油行情的变化，每周发布原油产量数据。其他商品的价格就不总是那么容易得到了。将几千美元冒险投资于美国工业酒精的投机者，发现值得煞费苦心地关注工业酒精市场的波动。正如做多酒精股的交易商在1929～1930年那个冬季里发现的，巨大的努力将是必要的。这之后被证实，一场激烈的价格战开始几周之后，化学制品交易杂志还继续公布象征性的酒精行情。

分析中的重要因素

从前面对知名工业股的简要分析中，我们可能概括出投机者在对一只工业股的内在价值得出结论时，有意识或无意识地考虑的主要因素。他会对以下几方面进行评估：

（一）行业前景

（a）长期发展的前景

（b）利润的当前趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1） 主要商品可能的价格变动
（2） 竞争状况
（二） 公司在行业内的地位
（a） 与竞争对手相比的相对规模
（b） 与竞争对手相比的相对成长率
（三） 公司的状况
（a） 收入及其趋势的记录
（b） 营运资金状况及其趋势
（c） 资本结构

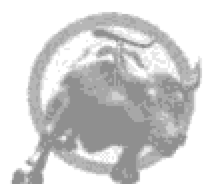
繁荣的行业

首先研究他正在调查的公司所在的行业，投机者将想了解该行业是否是普遍繁荣。根据传统经济学，竞争会使资本回报率保持在一个相当稳定的水平。如果零售百货生意特别兴旺，根据理论，新的资本就会流入该行业，直到竞争使利润下降到正常水平。如果制鞋企业几乎不能收支相抵，它们中就会有很多家放弃这个领域，转而从事更为繁荣的事业来恢复正常的利润。这种逻辑足够合理，但它假定资本能够很容易地从一个领域转到另一个领域，而这个前提是站不住脚的。当生意不好时，制鞋企业不是那么容易清算。为了避免这样做带来的重大损失他可能会坚持尽可能长的时间，期待能有好的转机。他十分了解有关生产和销售鞋子的技术，却对当时特别繁荣的其他行业需要的技术一无所知的事实，也使得这种自然趋势增强了。经济理论假设的重新调整，可能是非常缓慢的发展进步。

马和拖拉机

当然，在寻找价值被低估了的股票的过程中，逻辑和理论有它们自己的位置。在 1926 ~1927 年牛市的早期阶段，一家大研究机构做了一项关于农具行业的研究。在很多收集到的信息中，有一条信息是马的出生率水平低，这强有力地表明，在不久的将来，美国农民将被迫越来越多地依靠机械力而不是马的力量。了解到这项研究的投资信托公司在农具股上获得了丰厚的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



避开长期低迷的行业

在其他条件都相同的前提下，投机者都希望避开长期低迷的行业，而坚守不同寻常且一贯繁荣的行业。当然，在市场做空的这边，他的态度将相反。不定期的观察结果表明，各行业的利润大相径庭。尽管制革商非常努力地说服自己和消费公众相信“没有什么能取代皮革”，但很明显，近年来，皮革业并没有随着国家的发展而扩张，而且这个行业的利润也很低。另一方面，对烟草产品的需求增长速度大大超过了国家人口和财富的增长速度。因此，烟草业的经营是大幅并且持续盈利的。投机者必须寻找这种差异并尽可能准确地估计未来的趋势。

对于投机者来说，一个行业的近期前景也是特别重要的。这其中，该公司所交易商品的价格趋势特别重要。当制造过程中需要特别的时间长度或产品销售主要集中在一个特定季节时更是如此，在上面每种情况下，公司都会有较低的存货周转率。一个行业的竞争状况是不太容易分析的，但是它应该被尽可能准确地估计。政策以及关税修订、新发明、新股权进入某个领域的前景都对这一点有影响。

“趋势”股与“周期”股

多年来，美国烟草的消费量逐年增长，几乎没有中断过。这是一个很好的所谓“趋势”产业的例子。一个关注这一增长记录的交易商或投资者，对此做出该趋势在不久的将来不会被破坏的假设是有道理的。由于原材料成本是烟草零售价格中相对稳定的一部分，而且批发价格很少改变，因此烟草制造商总利润的变化几乎是直接与烟草消费量相关。这样的利润几乎可以提前一年就比较准确地估计出来。

将上述的可喜局面与轮胎行业相对比，在1921～1929年间，汽车轮胎产量的增长快于卷烟的消费量。但是，对于轮胎生产商来说这意味着同样的繁荣吗？相反，该行业的繁荣期是少而短暂的。虽然呈现出明显的上升趋势，但轮胎产量没有相应增加，而是表现出与汽车业和总体经济波动相一致的明显波动。此外，原材料成本决定着轮胎的生产成本，在棉花和橡胶价格的波动之后，轮胎价格的波动相当频繁。那么在这里我们就有了一个“周期”产业，在繁荣的水平上遭受剧烈的变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个行业都表现出或多或少明确的、受周期变动影响的长期趋势。在有些行业，长期趋势占主导地位，在其他行业，其长期趋势则几乎被周期性变动所掩盖。前一种行业类型股票的代表在投机和投资上都是比后者更安全的投资工具。

领先鲜有失误

一个公司在其行业中的地位对于其股票的内在价值具有重要影响。领先的公司很可能不是由于意外才达到这样的位置，而是由于较高的管理技能使然。而且，它不可能像一个更小规模的繁荣公司的情况那样是一个“一人公司”。大公司无疑拥有一个高效的管理团队，甚至是在损失其中的一个或更多个管理者后仍能成功地进行管理。此外，比起小公司，纯粹的动力在更大程度上有利于带有成功记录的大公司的持续繁荣。大公司是寻找证券出售的银行家们所策划的企业合并的新产品，当然也可能是一个完全不同的故事。总体而言，仅仅依靠规模就给了大公司相对于小公司很大的竞争优势。

相对增长率的比较

如果有数据可用，对同行业的公司进行比较时，注意它们在销售收入、利润和财务实力方面的相对增长水平是有助于对比的。但这并不是说一家大公司没有保持其在该行业业务总量中所占的比例就会怎么样。举例来说，美国钢铁公司和新泽西标准石油公司，他们分别是这两个领域中的领头羊，如今其钢产量和石油产量占全美钢总产量和石油总产量的比例还不及他们 20 年前的水平，但他们仍然远远领先于任何竞争对手。随着国家经济的增长，其业务有在众多因素下拆分的自然倾向。但是，如果是在同行业的两个领先的公司之间，一个公司很明显比另一个占优势，那么这也是交易商要考虑的重要事实。

现金富余的价值

在前面章节里我们已经对损益表和资产负债表进行了分析。投机者很难对多年没有显示出明显的收益上升趋势公司的股票持乐观态度，除非在其业务中出现了显著的变化，使他相信在近期会出现一个股价猛涨的时机。同样，他也希望其营运资金水平能有一个相当稳定的提升。有时候，一个新手会认为，一家拥有数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



百万现金或政府债券的公司有富余的营运资金，它就会大幅增加股利或宣告一笔大的额外股利。那么他应该记住，大量储备日常不需要的现金，可以确保管理层对经营的绝对控制。如果贸易不景气提供了可以以特别的低价购入原材料、甚至是兼并廉价转让竞争对手企业的机会，那么必要的资金已经有了。在这种情况下，没有哪个银行家会否决这样一家公司合理的扩张计划。

举债经营的原则既适用于公共事业公司也适用于工业公司，但效果是不一样的。一家只有一类股票的工业企业，在有利的条件下，其每股收益仍然能够有一个大幅度的增长。许多工业企业都能够通过盈利来为企业扩张提供资金。有时候，与销售收入和利润相比，一家工业企业需要的固定投资非常大，那么其资本结构就会是一种典型的公共事业公司的资本结构。在这种情况下，这个“总收益中的小利得在企业股数很小的情况下计算每股收益时就会被放大”的举债经营原则是完全适用的。

高利润率的优势

对于任何企业来说，一个重要的事实是它的正常利润率。理论上讲，高利润率会引来竞争，低利润率则更安全。但是在实际中，情况却正好相反。肉类加工商每一美元的销售收入中正常利润不到两美分，这对于投资者来说是没有吸引力的，因为只要有一点轻微的正常干扰就能使这样一个企业破产。另一方面，一个制造办公设备的公司销售收入中的 20% 为利润，它的状况就好得多了。它赚取高额利润的能力在于：一个复杂产品的质量、一支训练有素的技术和生产人员队伍、一个有经验的销售组织以及一个著名的商业品牌。一个会计计算器的买家需要的是产品持续的正常工作，相对而言，价格是不重要的。那些能够满足消费者需求的公司不需要担心纯粹的价格竞争，比起那些只需要按价购买基本产品的生产企业而言，它的股票更具有实力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章

冒险的宝藏

金融黑市的受害者，以及众所周知的孤儿寡妇们，他们很容易选择矿业股和石油股作为投资工具，将钱投资于这些倒霉的无价值的证券上。不可否认，从地壳提取矿产财富具有某种魔力。可能就在荒凉的不毛之地、北极苔原、偏僻的山区的地表下正存储着巨大的财富，如金、银、铜、铅、锌、锡，或其他一些矿物，或者所谓的“液体黄金”——石油。一般人不能直接加入勘探者这种想象中的浪漫事业，但是他们可以通过购买矿业股和石油股的方式来参与对矿产财富的追求，这些股票的卖家让他们相信此类股票确实存在巨大的升值空间。

当然，对高度紧张的销售员来说，贪婪是使销售这种无价值的矿业股和石油股变得容易的一个主要因素。每一个人都或多或少听说过经真实性验证的幸运的勘探者，或者幸运的矿业股投机者获得财富的故事。在西部一个城市，生活着一个富有的人，30 年前他是一个基督教青年会的一名体育教师。他参加了克朗代克河的淘金热并且成为少数的成功者之一。至少数千人知道他的名字，他就是一个开矿可以快速致富的活生生的例子。

一个历史性的财富神话

几十年来，Calumet & Hecla 是一个传奇的名字。五十年来每一个矿业股销售员都将他作为可以把具有开采前景的矿转变为富矿的例子。一个著名的科学家因为发现了一个巨大的铜矿而变成了百万富翁，他的家庭也变成了这个富裕的古老城市里的巨富之一。在开发的早期阶段，阿加西和他的合伙人被迫把他们能够赚到的每一分钱都投放到矿里，有时候压力非常大，他们甚至被迫用该矿的股份代替现金来支付仆人和工人的工资以结清债务，那些接受的人也因此赚到小笔财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



富，这也是信任的回报。我们可以看到，少量股票就这样被分发出去了，阿加西他们既没有精心创建一个股票销售组织，也没有雇用销售员去挨家挨户出售他们的股票。然而，这个事实并没有引起当今投机性矿业股的销售员对股票前景的关注。

矿藏的附加物

轻信者经常忘记这样一个事实，那就是，一个矿藏绝不仅仅是矿物质的沉积，它要复杂得多。发现珍贵的或是廉价的金属都是常见的现象。海水中有溶解的金成分，在费城老旧建筑的砖块中也有金子存在，廉价金属广泛遍布世界各地。然而，矿藏除了是一个矿物储藏外，还包括地下工作的设备、磨粉、熔炼，以及其他地面设备、交通运输设备、技术人员和劳动人员。如果它要成为一个开发成功的矿山，那么矿石的数量、品质和特性，设备的设计、质量和充足程度，消耗品和产品的运输成本以及人员的特点，都必须有助于在金属的提取和销售，或金属的淘寻中获取利润。

一个巨大的失败

一个矿体可能包含有500万盎司黄金，每盎司黄金可以在美国铸币局卖得20.67美元，但是如果从地下提取每盎司黄金的平均成本就是20.75美元，那就不可能有人去开矿了。美国阿拉斯加金矿公司的历史差不多就是这种情况。该公司在阿拉斯加州的首府朱诺附近拥有一个大型低级矿体。著名的采矿工程师估计，该矿体有7500万到1亿吨的矿石，每吨矿石的可收回价值为1.50美元，预计开采和碾磨成本平均约为每吨1美元。公司发行了300万美元的可转换债券和75万股股票进行筹资，这些证券由著名的投资银行售出。在1915年刚开始运转时，该公司股票价格高达40美元。

在实际运转中，阿拉斯加金矿可以说是一个工程上的奇迹，从地面获得一吨矿石并且碾磨的成本降到了每吨不足80美分。但即便有着如此非凡的业绩，这个矿的开采还是失败的。实际运作结果证明，其可收回的价值并不是每吨矿石1.50美元，而是比其一半还要少。黄金回收与提取成本之间的差额原本应为利润现在却成了亏损，这个金矿最终被遗弃，它的证券持有人赔了个精光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样进行有前景的投资

到目前为止，我们的讨论集中于矿业的前景以及处于开采阶段的矿业。一个矿业的前景仅仅是一块土地，人们有或多或少确实可靠的根据相信其含有足量的矿物。而要把它变成一个可开采的矿场，就必须开发它并对其进行装备，这个过程可能需要投入大量的资金和时间。对于一个大矿，需要花费数百万美元的资金和多年的努力才可变成可开采的矿场。只有相对较少的矿有丰富的表层矿藏，以支付自己的开发成本。矿藏的发现者必须采用以下三种方式为其开采进行筹资：将其卖给一个大的矿产勘探公司，可能保留一定的矿区特许使用权；找到一个富人或小财团来支持它；或者组建一个公司，将该公司的股票广泛发行给社会公众。如果他选择最后的方案，那么他很可能落入金融海盗手中，他们只关心销售股票的高额佣金。一个有潜在价值的资产就可能被当做一个诈骗团伙的工具，他们并不真正想进行矿藏的开发。然而，如果该矿藏真的有价值，在它的早期阶段，就更可能被一个勘探公司或小而富有的财团投资，而不是被制成向公众广泛发行的股票这样的投资工具。

在远景阶段，最大的获利可能性和最大的损失风险自然而然地在矿业股中并存。一片贫瘠的土地，本来其价值只能是用来放牧几只羊，但也许就能证明它的开发将值数百万美金。

在远景阶段购买矿业股的投机者可能合理地预期能分享矿藏大规模开发产生的利润。但是，损失的风险几乎一样大，正如事实证明的一样，每年能够被大型勘探公司——美国金属公司、美国冶炼精炼公司和美国冶炼公司——接受的远景不足百分之一。普通的人应该对这样的矿业股完全不予理会。

开采过程中的风险

远景阶段之后是开采阶段，当采矿专家肯定了一个矿之后，人们就会热衷于投资其有价证券，开采和装备工作也会如火如荼地进行。“阿拉斯加黄金”债券和股票正是在这个阶段被提供给公众的。对矿床的价值、矿石中黄金的比例，以及其回收成本的评估都是由著名工程师完成，而这个项目也是由那些已经为自己及其矿业股的客户赚到钱的金融家们发起的。在这些评估的基础上，“阿拉斯加黄金”的高股价完全合理。不幸的是，这些评估太过于乐观，这项投资是一次彻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



底的失败。因此，即使是一只在最有利的支持下开发的矿业公司的股票也存在着巨大的风险。

开采可能会很缓慢

一个对处于开采阶段的矿藏感兴趣的投机者，容易低估了到其能够投产赚钱所需要的时间。“智利铜业公司”的历史尤其证明了这一点。在1910年和1911年，波士顿一家矿业主在智利北部的群山之中选中了一个投资巨大的矿藏。1912年古根汉姆家族对这个矿藏产生了兴趣并开始钻井来建立矿床主体的范围。购买和发展矿井的资金部分来自于年利率7%、1923年到期的1500万美元可转换债券。后来又发行了年利率6%的3500万美元可转换债券。但是直到1915年，铜矿的生产才真正开始，接下来的一年中，共生产出410万镑的铜。这与负责开发的工程师建议的每年价值36000万镑的产量相差悬殊。1915年，该公司380万份股票在纽约证券交易所上市交易，当时该股股价在23.375～26.375美元之间波动。

1918年，“智利铜业”的产出达到1亿镑的记录，到1923年则跨过了2亿镑大关。就在当年，债券利息前的生产成本降低到每磅不足8美分，股票的股利分配基础也达到2.50美元。也在同年，古根汉姆家族将该公司大部分股票以每股35美元的价格卖给了Anaconda铜业公司。但是直到1928年，这只股票才能以此高价在公开交易市场上出售。

在1915年该矿开采阶段购买股票的投机者必须等待8年之久才能得到股利以及其资本的合理利润。然而，“智利铜业”仍然被认为是世界上最成功的矿业之一。

用公式估价

大多数在纽约证券交易交所上市的矿业公司都是可开采的矿场，可开采矿场的价值也许可以以一个数学公式计算确定，其中包含三个因子：矿藏的寿命、生产成本以及产品的市场价值。那些在矿业股上赚了钱的矿业工程师就是通过运用这些简单的数学公式去对矿业股进行估价。显然，这三个因子根本不能完全准确地为人所知，只有金矿公司的产品价值一如既往地为每盎司20.76美元。一个矿藏的地质概况复杂，根本无法准确地估计其寿命。对于一个有复杂地质构造且矿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脉很深的矿藏来说，如果要提前一年多探明其矿石储量代价是极其昂贵的。然而在大多数情况下，对矿藏的矿石储量是可以合理估计的。矿藏的矿石储量总吨数除以年平均开采吨数，就等于这个矿藏的寿命年限。对于可开采矿场来说，生产成本数据也是可以得到的。该成本将随着矿山与商品价格水平的变化而改变，但除非有什么原因可能导致巨大的变革，当前的矿业股的价值与当前生产成本会有某些关联。除黄金之外，开采出的金属的价格是另一个波动量，矿业股市场会随金属市场的波动而波动，所以投机者在寻求价值被低估的股票时，可能常常会考虑当前金属市场的状况。

估价的一个例子

工业或公共服务的公司，可能而且理论上是会持续经营下去的。如果它的股票可以每年支付2美元/股的股利并且股价为20美元，投机者购买其股票就可以达到10%的收益率。而矿业公司的生命是有限的。如果一个矿的寿命大概为10年，可能每年支付股利2美元/股，直至矿石采尽，那么股票以20美元买入时收益率甚至连6%都达不到。这就是为什么矿业股要在表面上看起来收益很高时卖出，目的是为了给其持有者一个合理的回报。我们可以从现值表上查到每年1美元股利的现值，考虑到再投资导致的资本更新每年总数为4%。假设这种表在1923年被应用到了赫克拉矿业公司。赫克拉是爱达荷州的银铅生产商，它在1922年产出4249万磅铅和178000盎司白银。按其在1922年的开采速度计算，当时矿储量足以运营8年。依据6美分的铅价和70美分的银价，以1922年的价格计算，其开采总收入将达3375000美元。1922年每吨矿石的处理成本为4.30美元或者说处理23.7万吨的花费会略超过100万美元。折旧与折耗前的净利润约为235万美元或按100万份流通股计算，每股收益为2.35美元。考虑到充分折旧计提，理论上讲，每股有2美元的利润可以用于股利支付。从现值表我们可以看出，以10%收益率为基础，8年中每年1美元的股利，其现值是4.79美元。这一数字的两倍为9.58美元，即可作为理论上的股票价值。

事实上，在1923年赫克拉（Hecla）的成本明显高于1922年，净利润也远远小于235万美元。该公司还在继续扩大其产能。然而，铅的价格上涨到每磅9美分以上，并且在1925年又发现了新矿，使该矿的预计寿命又增加了13年。这些有利的进展使该股票的售价在1925年达到了18.125美元的高位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



矿业合并

现代企业规模扩张的趋势在矿业领域也同样存在。许多矿是由大型的勘探公司持股并且经营，例如 American Smelting 和 United States Smelting。这类公司总是在市场中寻找有潜力的矿产。例如 American Smelting，除了在国内、纽芬兰、南斯拉夫、墨西哥和秘鲁有矿山之外，在美国、墨西哥和智利还拥有大量铜、铅、锌冶炼厂和精炼厂。并且还有对澳大利亚、新几内亚和南非的矿产的投资，同时还投资于两家国内最大的铜与黄铜制造企业。这种类型的公司可以从它的冶炼和精炼业务，以及其采矿利润中获得稳定的收入。它已经成为一个工业公司而不是纯粹的矿产企业。还有一家大型的企业集团，Anaconda 集团。起初 Anaconda 只是蒙大拿州比尤特最大的一家采矿企业。今天，它除了拥有这些产业和一个冶炼与精炼厂外，还控制了国际冶炼有限公司和其他州的一些冶炼厂，包括智利铜业有限公司、安第斯铜业有限公司、美国黄铜公司——世界上领先的黄铜产品制造商，以及其他一些子公司。这家公司作为一家矿业企业完全达到了一个工业公司的标准。肯尼科特在阿拉斯加拥有其自己的铜矿，控制了阿拉斯加、犹他、内华达州和智利的其他一些铜矿，还控制了一条铁路和轮船线路以及一家重要的黄铜制造企业。越来越多的矿业公司就这样在扩大它们的投资规模，这几乎可以无限期地延长它们的寿命。对于这种大企业的分析难度远大于只拥有一个矿的公司，但总的原则是相同的，而且投资的多元化也大大降低了开采矿藏不可避免要发生的风险。

折耗的重要性

折耗和折旧是矿业公司利润的两个扣减项目，但对这两个项目，投机者是不需要过分担心的。如果他明智，就会认识到，他的股利不仅代表利润还代表资本返还。他不指望矿业公司会从其利润中积累一笔现金基金，当矿藏开采结束时用来偿还其所持股份的面值。另一方面，政府也承认，从所得税的角度来看，如果不允许企业从收入里扣除一笔理论上足以积累成一个基金的金额，最终用来偿还股东用于购置、开发和装备企业所花费的成本的话，那将是不公平的。因此，在计算公司的应税所得时，企业拨出用于矿床的折耗准备金和用于设备的折旧准备金是适当的。至于企业怎么使用这些准备金，是与政府无关的事情，公司可以而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且通常会将其中较大部分派发为股利。矿业公司这部分来自折耗准备金而不是来自盈余的股利是免征所得税的。

为了使账面上的数字基于从所得税的角度来看是最有利的基础，矿业公司很可能支付的股利明显超过它在多年中赚取的利润，发生这种情况非常正常。然而，投机者对报表反映的折旧和折耗后的净利润以及由于计提充分准备金产生的账面亏损并不感兴趣。如果折旧和折耗前的净利润能大于股利的要求，如果公司的速动资产净额能够得到保证，他就满意了。

矿业投机的技术性壁垒

不使用采矿场、石门、扁豆状矿体、斑岩、尾矿、浮选法、挂壁、杏仁岩、脉石、水平巷道、耐熔质等这样的术语，对矿业股的讨论将难以完成。投机者一定要熟悉这些以及许多其他的技术术语，只有这样他才能够读懂采矿业的报告。如果他想学习经济地质学，他会发现那是一个有趣的学科，是一个进行任何矿业股大范围投机的必要准备步骤，这样才有成功的希望。一般的投机者可能不会对矿业股投入较大的关注。对于理解工业和公共事业公司股票的优点和缺点十分必要的技术性问题，是一个广泛的对自身和这类证券的盈利机会的研究领域，这种技术细节并不比矿业股少。可能对大多数投机者来说，当金属市场前景看好的时候，偶尔涉足一下矿业可转换债券、知名采矿企业股票以及大型勘探公司的股票就足够了。

年轻的石油工业

在目前还活着的人的记忆中，世界石油工业始于 1859 年美国宾夕法尼亚州石油的发现。今天，它是最大的产业之一，仅在美国就为 2000 万辆汽车供应燃料，为世界大部分航运提供燃料，在世界上不知天然气和电力为何物的欠文明地区提供照明以及供应润滑油，要知道，机器没有润滑油连 5 分钟也运转不了。就从地下开采原油而言，石油工业与采矿基本相同。要找到地下蕴藏石油的位置在很大程度上仍然是靠运气，他们提炼石油赚取利润是一个冒险的事业。对于石油来说，运输、精炼和分销方面的工作要比矿产品这方面的工作远远重要得多。那是因为液体的原油在运输过程中需要用特殊的设备、油罐车、油罐船和管线，对石油工业数十亿美元的投资，其中大部分就是以这种设备形式存在，在这方面，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



采矿业中没有任何类似的东西。而且精炼石油产品的分销也需要一笔很大的投资，这在采矿业中也几乎不需要。

生产、运输、精炼和分销

对聪明的投机者来说，能够引起他们兴趣的石油公司很少，因为这些公司只是开采地下原油，然后将其全部以批发的形式售出。那些局限于将原油从地下开采出来的举足轻重的石油公司，通常会在很多领域都有投资，这可以在一定程度上减少这一产业分支的风险。相反，人们熟悉的盲目钻探石油股却对那些不老练的投机者有着很强的吸引力。这些股票仅仅代表了对某块土地的部分所有权，而这块土地下面可能有，也可能没有与有利可图的数量相当的石油。即便我们假设有诚实和胜任的管理层，这种开发的风险还是非常大。不仅只生产原油的大型石油公司很少，而且很多大公司对原油的生产根本不感兴趣。直到最近几年，传统的美孚石油公司的政策才使“其他同行”承担起石油钻探的风险。多年来，美孚公司致力于石油的精炼和分销。对大多数大型石油公司而言，想确保造价昂贵的炼油厂有充足稳定的原油供应，他们必须进入这一业务的生产端，但仍然有一些公司的原油全部或大部分是从外部渠道买来的。

管道公司的困境

有很多公司只做石油行业中的运输业务，这些公司大多数是前标准石油公司的经营管道业务或油罐车业务的子公司。这些管道公司处于极为不利的情况中，像木材铁路公司一样，它们的运输量最终会缩小到无利可图的地步。作为1912年强制解体法令的结果，这些管道公司的繁荣在接下来的17年里逐渐衰退，这与大多数从新泽西标准石油公司分裂出来的公司的繁荣历史形成了鲜明的对比。它们大多数经营短线，服务于从大陆中部到东海岸炼油厂的主干线中有限的一部分区域，而这些炼油厂最终发现水运原油更便宜。相反，大的油罐车子公司的实力和盈利能力却不断增强。撰写本书时，形势已经有所扭转，使用管道运输汽油——一项迄今为止只局限于油罐车和油轮运输的活动——正在迅速地增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广阔的业务范围

如今，典型的大型石油公司的业务范围覆盖了整个行业。它们的原油不仅可以从分布在很多地区的自己的油井中获得，而且还可以从散布于几个大陆的油田中获得。它们的管道和油罐船可以将这些原油运到自己的炼油厂，再把精炼产品运到市场。炼油厂从原油中提炼汽油和其他产品，在这些产品中，石油是赚钱最多的。煤油曾经是原油的主要馏出物，现在与汽油相比，也成了一个很小的商业元素，只是在远东和世界其他一些偏远的地区还有很好的销路。润滑油，因为没有什么东西可以替代它，而成为了不可或缺的商品，但仅在该行业的营业额中占很小一部分。燃料油是炼油厂的另一种重要产品，通常它是一种低品位原油的产品，或许也是那些仅仅准备提取一小部分汽油，然后将大部分原油作为燃料油的炼油厂的产品。炼油厂的炼油技术正在不断进步，每桶原油中提取的汽油和其他有价值产品的比例也在不断提高。大公司炼油厂的产品已不再完全以批发形式出售，而主要是以零售方式通过自己的加油站分销。

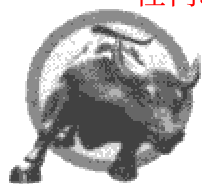
石油公司类似工业公司

对石油类股票的分析与对工业股的分析相似，但与矿业股分析不同。我们必须将折耗因素计入石油公司的账目，但是对于大公司而言，这一项目并不重要。它们所拥有的油田通常非常分散，以至于投机者根本不需要担心供应会中断，这是分析矿业股的一个非常重要的因素。在计算石油公司可用于支付股利的收益时，折耗前但扣除合理的固定资产折旧准备金后的利润，通常会被作为正确的数字合理地使用，就像所有其他类型的公司一样，过多的折旧准备金的迹象也许表明某一股票的价值被低估了，反之亦然。

容易获得的统计数字

石油股的总体价格水平的波动与原油价格和储量的波动息息相关。如果发现的地下油床所在的土地所有权很分散，那么这些土地所有者肯定会争着去开采石油，因为没有立即开采石油的土地所有人只能看着他的邻居从自己的土地下面开采石油而自己得不到任何补偿。由于总有盲目开采的事件发生，经常会出现地上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



存储石油的供应量大幅增加，而其产品价格不断下降的情况。在这种情况下，石油股的价格上涨几乎是不可能的。另一方面，盲目开采者可能数月都没有再发现新的大油床，随着原油井的产量不断下降，看不到新油田出现，石油消耗量又不断增加，原油价格自然就会上涨，活跃的原油股的价格很可能也会随之上涨。每周都会有产量和石油储量的统计数据公布，原油和汽油价格水平的变动受到公众的广泛关注。

一个诱人的投机领域

投机者会在石油股中找到很多有潜力的投机运作工具。这个股票群体范围广泛，从只拥有可能储藏石油的土地的小公司，到有着很多分散油井以及所有可以将其产品转化为可交易的形式并送到客户手中的设施的大公司，从主要在墨西哥等政局不稳定地区经营的公司，到几乎只在美国国内经营的公司。总之，他可以在金融出版物中找到关于大石油公司和行业状况充足的信息。由于“石油”这个字眼的魔力，在石油股运作中他将会有很多同伴，因此可以肯定，买卖大石油公司股票的市场总会很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章

财务手术的好处

技术精湛的外科医生可以通过手术使一个生命垂危的人转危为安，逐渐康复，获得新生，恢复其对自己和对社会的价值。在财务领域也像在医学上一样，有“外科医生”。一家企业业务量和资产规模都很大，还有优秀的员工，只是由于资本结构不平衡或缺少营运资金等原因而无法盈利。由于缺乏盈利能力，公司很可能无法通过发行债券或增发股票这种正常的方式来筹集资金。对其资本结构重新调整十分必要。这时就需要一个财务的“外科医生”，通过他的努力使一个虚弱的企业变得强大，并相应地使债权人和股东受益。

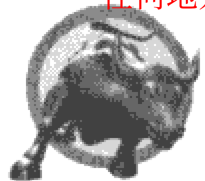
成功取决于管理

没有必要采取自愿或非自愿重组这种极端的措施，也许仅仅在管理层做一个改变就足够了。企业的成功很大程度上取决于管理。做生意的方式不断发生变化，企业的管理层必须很敏感地感觉到这些变化，并采取更优秀的方法来取代那些过时的方法。即便一家企业资产雄厚，名气很大，并有很多客户，但只有这些还是不够的。尽管一家大型企业具有规模、财富、声誉以及悠久的传统等方面的优势，但如果该企业的领导层得了“动脉硬化”或“大脑萎缩”的病，或者他们的继任者对继承的职责并不胜任，这都将致使公司无法盈利。在这些情况下，仅仅有动力并不足以带动一家企业向前发展，一个更为年轻并更加积极进取的团队将会取得这个行业的领导权。

敏锐加经验

单纯年龄并不能成为企业领导者的不利条件。艾尔伯特·加里或乔治·贝克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在80多岁的时候，要比那些50多岁的执行董事在心理上更年轻，更喜欢接受新想法，具有更加果断的判断力。拥有30年从商经验以及积累的知识，是他们明显的优势。然而有的时候，随着年龄的增长，一个企业管理者不能够继续保持机敏的思维、对新事物的接受能力和果断的判断力。如果公司管理权被这样的领导人所掌控，那么该公司的收益率很可能会下降。更换管理层也许就是唯一可以恢复公司领先地位的办法。

一家企业如果有着稳定成熟的业务和雄厚的固定资产，在重组或管理层的变动为其注入新的活力之后，就会明显处于强劲的竞争地位。这些变化对投机者来说必定具有很大的价值。因为在碌碌无为的管理层被淘汰、积极进取的新管理层开始执政之后，或者在成功实施了彻底的公司重组之后，公司股票价值变动的幅度很可能要比正常经营成功情况下的股票价值增长幅度大得多。正是“重组”这个词吓跑了一般的投资者，新管理层的才能究竟如何还是个未知数，因此，投资者通常会放弃那些出自“财务外科医生”之手的公司的股票，而这种情况却给投机者提供了机会。

自愿与非自愿重组

当一家公司陷入财务困境，以至于营运资本状况受损，信用等级下降，正常的融资渠道被毁时，它可以通过非破产托管的自愿重组或破产托管之后的强制重组这两种方式来恢复。由于法庭任命的破产托管人从股东手中接管财产的控制权，需要承担高昂的法律费用，引致不利的宣传，并且动摇客户的信心等原因，公司通常会努力通过自愿重组而不是破产托管的方式实现既定目标。由于自愿重组实际上要求利益关注并不相同的债权人和股票持有人一致同意所有相关条款，所以这是一项很艰难的重组任务。当重组圆满完成时，时常会发生重组的条款对证券持有人太宽松，以至于“手术”实施得并不彻底的问题。投机者希望进行果断彻底的重整，这样公司恢复得会更快，随之而来的新股票的价格上涨幅度也会更大。

破产托管与破产

通常公司进行破产托管后再进行重组，破产托管是在公司不能偿还到期债务时，联邦法院进行司法认定后任命官员对其财产进行管理。值得注意的是，破产托管和破产不同，后者只适用于公司的债务超过资产的情况，而破产托管通常会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资产还远远大于负债时发生。然而，很可能资产中很多是固定资产，其价值要在很长时间以后才能实现。如果这时债权人强烈要求还债，公司为了偿债，就会很快用光全部的流动资产并且打断其他资产的运营。为了保护有关各方的利益，法院在这种情况下，根据债权人的申请，将会指定一个破产托管人。该官员的责任是保护所有的资产，直到所有债权人得到公平的待遇。对于一家公共事业公司或是一家任何规模的工业企业，破产托管人还将被指示直接运营该资产。通常情况下，公司的董事长将是破产托管人中的一位，可能还会有一些著名的律师作为共同破产托管人。

破产托管人保护债权人的利益

破产托管的主要目的是保护资产的价值，以维护债权人的利益。当公司恢复良好的财务状况时，破产托管将会终止。如果不能筹集到新的资金，一家衰败公司的命运将很难突然转变。1914 年第一次世界大战的爆发，摩刊泰尔国际海洋公司，这家多年盈利记录都令人失望的公司被迫进入破产托管。这场战争开始被认为是一场灾难，后来却被证明是航运公司巨额利润的来源。1916 年，该公司通过破产托管东山再起，不但没有通过出售证券来筹集资金，而且实际上成绩卓著，一次性清还了长期债务本金的一大部分。这是一个不同寻常的案例。一次破产托管的终止通常也是证券持有人亏本售出证券，并频繁支付评估费用的时候。

收益能力的恢复

一家破产托管的公司在制定一项成功的重组计划之前，必须先恢复收益能力，这很可能是一个漫长的过程，也许需要几年的时间。破产托管人不必为公司债务支付利息而烦恼，这些债务中不包括第一留置权，它们很可能在重组时被留下不动，但破产托管人可以把这些收益用于改善其控制中的公司资产。也许公司在破产托管之前忽略了维护，其目的是以牺牲固定资产为代价支撑现金账户以避免破产托管的发生。破产托管人会改变这一政策，以支付大笔维护费用，可能实际上将改良支出记入维护费。经法庭许可，他可以通过破产托管人债务证书来贷款，从而获得一个优先于已有债务的财产留置权。当其使公司资产处于良好状态后，接下来他必须增强公司的收益能力，以鼓励更多股东参与公司的重组，所有这些努力可能需要相当长的时间。1908 年，经营一条纽约地面铁路客运线路的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"第二大道铁路公司"被破产托管，直到1929年该公司才进行了重组，除了破产托管人债务证书外，其他公司证券都已经不存在了，即使破产托管人债务证书收到的也仅仅是公司新发行的股票。

优先求偿权

理论上讲，一家破产托管公司进行重组应该是个很简单的过程。举个资本结构相当复杂的公司的例子，假设某公司发行了三种债券、两种优先股以及普通股。进一步假设，其债券包括：第一抵押债券、第一换新抵押债券（实际上就是第二抵押债券）和信用债券。两种优先股是第一优先股和第二优先股。在清算中，第一优先股有权在其他任何股票发行物获得支付之前获偿其面值和应计股利，而第二优先股则只有权利在普通股获得任何支付之前获偿其面值和应计股利。理论上讲，变卖所有财产用来偿还债权人时，首先，第一抵押债券将得到全额清偿，如果有余额，则用来支付第一换新抵押债券。如果该余额足够偿还以上全部债务，还有剩余的话，就可以用来偿付信用债券，如果偿还信用债券之后还有余额，就再偿还第一优先股股东，以此类推。

理论与实际

金融界就像其他领域一样，理论和实际有时并不相同。实际上一个破产托管的大公司将不会按照以上所描述的那样被清算。首先，破产托管人手中掌握的资产大部分都是固定资产，如果有大量的流动资产，公司很可能就不会被托管了。在公司的账本上，固定资产价值可达几百万美元，而这些资产的购买成本可能更大，并且如果重置这些资产，所需成本可能还会更大。事实上，这些资产还没有创造利润，或者很可能没有破产托管人，在这种情况下，没有哪个外部集团愿意筹集巨额资金来收购它们。作为一堆废物，它们只值它们持续经营价值的一小部分，如果不废弃这些资产，唯一的办法就是清除掉所有次级证券持有者，再组建一个新公司，由证券持有者来购买实际上属于他们自己的这些资产。

以最简单的话来说，这就是一家破产托管公司的重组——组建一个新公司去购买旧公司的财产，旧公司的证券持有人以不同条款购买新公司的证券。由于债券持有者对公司财产具有优先要求权，他们通常在确定重组条件的谈判过程中占据强有力的地位。然而，除了在某一两项优先问题之外，他们的地位并非坚不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权。首先，他们通常是分散的，很难采取一致行动。其次，他们本身是债权人而不是所有者，他们需要的是固定的资本回报以及投资本金的返还，而不是所有权对应的风险和利润。第三，他们通常不愿意拿出额外的钱，而这恰恰是使公司恢复元气所必需的。第四，他们不选择管理层而且也很可能无法提供一个新的管理层。

股东的力量

尽管在理论上股东的地位比较弱，但他们在制定重组计划之前的谈判中却具有一定的优势。首先，他们很可能愿意新增投资来努力挽回他们已经失去的资金。其次，他们选举了管理层，高级证券持有者一定是寻求成功地收回本金和原固定回报，至少是其中一部分。如果在谈判中高级证券持有者过于压制低级证券持有者，后者可能会说：“好吧，拿走财产。我们不想在这么苛刻的条件下参与重组。”由于高级证券持有人并不想要他们有要求权的这部分财产，这样的威胁往往会使他们达成协议。因此股东通常被允许在一个相当宽松的基础上参与重组。

托管结束

当破产托管人已经充分恢复了所掌管资产的实际状况及其收益能力，且证券持有人就一个合理的重组计划产生的意见分歧已经斗争出了结果，并最终达成了一个协议时，那距离托管结束的日子就不远了，然后该计划提交给证券持有人。也许他们中大多数已经将他们的证券寄存给了各种各样的保护委员会，在制定计划时由这些机构代表他们的利益。按照正常程序，这些人现在有机会退回其证券，以示不同意。若未能在限定的时间内退出将默认表示同意。在正常情况下很少有人会退出，但是相反，未寄存证券的持有人现在将开始寄存证券，直到各种证券中大概90% ~95%的持有人同意该计划。该计划也需提交给拥有管辖权的法院，并获得批准。

法律步骤

所有的利益各方达成实质性一致意见之后，接管财产的新公司就组建起来了。为了保留旧公司的商誉，它通常使用只有一些小变化的相同名称，或者使用完全相同的名称，而只是在别的州注册成立。重组委员会现在继续取消旧公司发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行债券抵押物的赎回权。法院确定了拍卖底价，财产不能低于底价出售，拍卖依此价格公开举行，通常不会有其他竞标者出现，委员会以这一底价拍得该财产。新公司的证券现在根据计划的条款发行，开始步入正轨，有关各方都希望它会比其前任有一个更加繁荣的轨迹。至少它有状态良好的装备和充足的营运资金供应。它的管理层无疑被新的热情所激励，并且可能受益于财产的技术测定，极为有助于获得运营效率。

当时间不利于投机者时

在投机性计算中其重要性往往被低估的要素是时间。当一个大公司进入破产托管程序，基于这样一个观点：坏消息已经结束了，公司事务下一步的变化一定是更好，投机者可能会倾向于购买其证券。一般而言，这是一个相当合理的观点，但投机者应该记住，破产托管可能是一件长期的事，在此期间，有关公司的消息可能会极为不足，一般公众对其股票的关注处于低谷。而且，在此期间，它也不能兑现任何承诺的回报。大概来看，除非获得6%以上的资本回报，否则投机者不会认为他的运营是成功的。在购买不能产出利润的证券时，他应该时刻牢记，他可以通过购买一个良好的收益率为6%的投资性证券并将收益进行再投资，从而非常快速地增加自己的资本。比如说，在一个为期三年的破产托管前夕，他以50美元的价格买入债券，他应该记住，在这段时期结束的时候，该债券必须至少价值59.75美元，按半年复利计算，他的回报率才能等于6%。因此，购入一个破产托管公司的证券时，一般的数学计算倾向于至少要拖延到重组条款已知的时候。

令人沮丧的延期

在法律上，破产托管和重组涉及很多复杂情况。甚至在所有证券持有人都实质上同意这个计划，并已宣称计划生效，新公司组建以及取消抵押物赎回权的出售交易之后，真正发行新公司股票以及要求旧公司股东为他们所认购的新证券付款方面上也会发生延误。在普遍的保守政策中，新公司多个月之后才能开始分配股利。重组计划的宣告暗示了银行家及其他相关人士对于企业未来的信心，因而，最初获悉重组计划时人们充满热情，但这之后很可能就是沮丧。事实上，从计划宣布到最后完成这段时间，股份的以旧换新交易是基于“已发行”的假设基础之上，这也导致新的证券在发行后很快发生市场价格的下降。当交易开始的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，许多负债大于银行存款的投机者就会买入“已发行”的证券。当这些合同最终支付并且他们的经纪人催促付款的时候，他们很可能会卖掉这些证券。

市场波动的正常秩序

因此，当重组公司的股票处于“已发行”状态时，会呈现明显的先行上升趋势，然后在最初的热情冷却、新公司展现真实情况之后下降。然而，如果这家公司重组情况良好，剥离掉一些非盈利性财产，它的资本总额会大幅度下降，财务实力大大加强，可以预计新的证券在几个月或几年内价值会有大幅提升。要求必须赚钱的投资者和没耐心的投机者一样，已经被冗长的破产托管和重组过程所淘汰。新的证券很可能集中在“强手”手中，也就是那些没有为几个点的利润而动心买入它们，以及有能力使公司价值从低谷翻身的大股东们。

银行家的威望

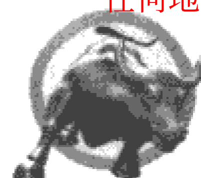
还有一个使重组公司证券升值的因素，就是银行想与公司一起去维持其声望的愿望。为某一公司发行债券并因此认同了该公司之后，一般的大银行都会对于它的客户公司的持续繁荣和债券的最终命运产生强烈的责任感。如果出现了违约，一家非常有责任感的银行会不惜花费时间、金钱和努力，用其最初在企业融资时赚取的利润来尽力弥补其客户所遭受的损失。在这方面，不同的银行差别很大，就此而论，投机者应该查明为某个公司办理业务的银行家的声誉。

从重组证券中寻找赚钱机会，投机者首先要确信重组计划是合理的，并且该公司所在行业的前景相当光明。如果重组的是一个长期处于低迷行业的一家不景气公司，而且旧公司的股东还向新公司注入大量资金，那么此举只是出于期望而并不是明智的判断。在这种情况下没有什么可以吸引明智的投机者。另一方面，一个重组计划也许只是适度有力，但是如果基础条件有利于新公司，从该证券中就会获得大额利润。对某一行业状况的分析在其他部分已经谈到，在这里不需要作进一步的讨论。对于重组条件的分析是一个值得关注的问题。

标准化的重组条款

近十年中，金融界中重组的经验如此之多，以至于其实际操作已经能非常充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分地标准化了。假设一个破产托管的公司具有确定的资本结构、正常的盈利能力，以及确定的额外资本的要求，明智的投机者不需要在各种保护委员会开会的办公室安装录音电话机，以能够很好地分辨最终的重组条款究竟是怎样的。铁路公司的重组也许是最标准化的，美国的大多数铁路公司都曾被列入破产托管至少一次，其中大部分是两次。不同铁路公司重组的细节都可供研究，重组的结果是已知的，一些普遍的原则适用于任何情况。

铁路公司重组

对于任何规模的一家铁路公司，其财产运营将会持续，很多里程不会舍弃的假设都是可靠的。某些财产对于铁路公司来说特别重要，用其进行债券的第一抵押权担保将被破产托管和重组接纳而不被干扰。这几乎不变地适用于设备信托负债，通常也适用于最重要里程的第一抵押债券。浏览地图以及对该区域地理的了解，就可以判断出哪段里程的交通最繁忙。然而，由于破产托管是净收益不足以抵消固定费用引起的，某些债券必定在重组中遭殃。持有人必须降价出售的自然是那些次级抵押债券、信用债券和非重要里程担保的债券。这些债券必须用来换取收益债券，收益债券是企业盈利时才支付利息的债券，或用来换取优先股，或者同时换这两种。如果收益债券或调整债券已经开始发行，为以后改良需要而融资的新抵押物的授权条款就很可能要制定出来了。

为了满足当前的现金需求，就要对股票进行估价，根据股东的估价以面值发给他们新债券。那些股东的股票进行估价之后就会被换成新公司的股票，尽管股数可能会减少，那些不进行估价的股东的股票将会缩水更大比例。通过这种方式，新公司的固定收费将会回到财产的正常收益能力范围内，总收入的增加或由于资产改良提高的运营效率都会带来收益能力的提高，而接下来的调整或收益债券就会收到其利息，各种股票也会及时地开始发放股利。

艾奇逊公司的早期困境

艾奇逊公司，也许是美国当今最强大的铁路公司，在 19 世纪的近些年被重组了两次，一次是在 1889 年，没有被取消抵押品赎回权。还有一次是在 1894 年，经历了破产托管。最近一次重组是一个极端的事件，用利率 4%、1995 年到期的 9700 万美元的一般抵押债券，利率 4%、1995 年到期的 5200 万美元的调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券（其利息只有当企业盈利时才需要支付），年股利率 5%、11150 万美元的优先股和 10200 万美元的普通股，替换了 23200 万美元的债券和 10200 万美元的股票。除了固定费用的大幅缩减之外，通过保留大量利率 4% 的一般债券和创造优先留置权抵押贷款，为固定资产改良融资的渠道也打通了。长期债务的大大减少确保了债券的地位，在良好的管理下，铁路公司的业务正常增长，这使次级证券保持其价值。新优先股开始时的售价低至 14.125 美元，两年内翻倍，到 1900 年它就已经达到并且从那以后一直到现在都是投资级证券的水平。艾奇逊公司刚刚重组之后，新普通股售价低至 8.25 美元，两年内几乎增长到了原来的 3 倍，到 1901 年则达到了 91 美元的高位，并且也进入了投资级。

工业类公司与铁路公司相似之处很少，而且重组过程标准化水平要低得多。一般而言，其用于结束破产托管的任何计划相较于铁路公司来说都更为激烈。就像在 1925 年弗吉尼亚 - 卡罗莱纳化工公司的重组那样，长期负债会被完全清除。如果任何债券被允许保持继续流通，重组人员很可能会特别去看看新公司的固定费用是不是在可能的盈利能力限度之内。熟练的重组人员也会坚持新公司必须以非常充裕的营运资本开始经营。投机者在研究计划时要特别记住这两点。

市场价值的比较

我们可以做一个新公司与旧公司有趣的比较，这个比较对投机者很有利。若使用公允市场价格计价法进行证券评估，那么在正常年份，旧公司按其证券平均价格计量出的价值实际应该是多少呢？答案是应在此基础上减去在重组过程中被淘汰资产的公允价值估计数。营运资本状况的变化具有特别的意义。现在，将这个数字和新公司证券的市场价值进行比较。后者的总数很可能远远小于前者，其差额计量的是重组公司证券可能的增值，是它在行业中从前的地位和投资与投机公众对其估价的恢复。投机者必须根据他对该行业未来前景的预测，以及对管理层能力的评价来估量这样一种恢复的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章

未上市证券的交易

“我从来不买未上市证券”，许多投资者或投机者这样说，从而将数千只能够提供很多合理的投资或投机利润机会的证券排除在他们操作的证券范围之外。如果他坚持自己的立场，他就几乎完全忽略了这样一类非常重要的证券：银行和保险股、很多良好的公共事业公司股，以及很多价值或大或小的工业公司证券。将如此大数量和种类的证券不加区别地全部予以遗弃完全是一种太过极端的政策。相反，聪明的投机者会试着去了解非上市证券的市场，以及在该市场上交易与上市证券的交易有何区别。

报价的准确性

上市与非上市证券交易的第一个也是最明显的区别在于：后者难以获得准确的报价。完整的纽约证券交易所交易大厅的销售报告每天都会刊登在《华尔街日报》和纽约及其他大城市的主要日报上。这些报价经过最精心的汇编，其准确度超过 99%。它们代表市场上真实的公开交易，在该市场上，买卖双方受到各种为保护交易和投资公众而制定的种种规则的限制。在纽约场外证券交易市场和外地股票交易所，类似的真实交易价格几乎同样很容易得到并且同样很准确。

虚　卖

很明显，一只股票以某个价格在确定的时间真实地售出对投机者来说是有意义的。他会对其后很快买卖该股票的价格有一定的认识。对于非上市证券来说，投机者就不会有这种关于价格的可靠信息。许多非上市证券，可以肯定，是在波士顿、纽约和费城每周举行的拍卖会上进行买卖的，这些交易的记录也是可以得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的。个股交易的发生是不定期的，而且甚至发生时也不总是能反映真正的市场情况。虚卖几乎不可能在有着会员必须遵守的严格规则的证券交易所的交易大厅中发生，但是在拍卖中却很常见。虚卖就是交易商自己卖给自己的售出行为，目的是建立一个市场。手中积累了大量某一股票的交易商可能在公开出售时出价高于该股票的真实价值，目的是建立一个公开的交易记录，这对以后出售该股票会有帮助。出于一个非常特殊的原因，每年很多毫无价值或几乎毫无价值的证券在拍卖会上出售，通过这些交易创造出损失以逃避所得税。一只未上市股票以一个确定的价格在拍卖会上出售的公开记录，决不会为这只股票建立一个该价格或接近该价格的真实市场。感兴趣的投机者应该探知是否该价格是单个出价的结果，还是很多出价人要购买该股票。

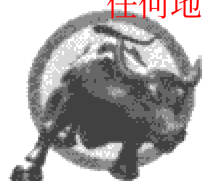
出价和要价的误差

一般来说，未上市证券唯一可以得到的报价是出价和要价。金融中心的各大日报现在每周或更短时间公布一次重要的未上市股票和债券的价格。这些价格由专门从事场外交易业务的大公司提供。这些公司不是对每笔交易收取固定佣金的经纪人，他们是主要在自己的账户上交易的交易商，寻求尽可能低价的买入和尽可能高价的卖出，通常与公众或在彼此之间进行交易。有时他们执行客户的指令并收取佣金，但是他们更经常的是去寻求赚取四分之一点或五个点，或者任何现有情况下许可点数的利润。出于以上原因，他们自然倾向于给出的出价和要价之间相差很大，大到足以提供合理的利润再加上为差错留出的差额。公布的出价和要价有差错的另一个原因，很可能是在某个时点，一个特定的商行并不了解市场上绝对最合适的出价和要价，所有这些导致差错的原因的最终结果是，投机者必须将公布的出价和要价仅仅视为反映买卖交易成交价格的近似水平。

选择一个非上市证券经纪人

对非上市股票感兴趣的投机者必须首先得到一个显示大概价格的行情单，然后选择一个他将与之交易的公司。这是一件困难的事。古老的法律格言“购者自慎”完全适用于未上市证券市场。没有通过介绍进入一家公司，投机者不与其熟悉的话，将可能在买入时支付最高的价格，在卖出时得到最低的价格。如果他去了六家公司，其询价就可能会对该市场造成灾难性的影响。即使是从几个不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司对10份这样的零股的询价，也会给出一种该股票有着活跃出价的印象，并且有比听凭一个公司的摆布更糟的结果。当然，在与一家陌生的公司打交道的时候，投机者可以使用简单的权宜之计，即在第一次询价时隐藏他在市场上的地位。比如，如果他希望购买某只非上市股票100份，他可能询问他可以以什么价格处理掉这些股票。经纪人必须答复一个收购报价，他也就不大可能提出一个与第一次询价相差太大的要价。

胜于相信任何这样的别出心裁，或者指望寻找可交易商行时有好运，投机者很可能渴望找到最可靠的公司。为此，他可能会要求他的银行和几个经纪人公司根据他们自己的判断提供两三个最可靠商行的名字。在这样一项非正式的民意调查中得票最多的公司，很可能就值得高度的信任。询价的投机者在调查过程中不会做的一件事，就是问别人某某公司是否“很好”。除非他问了他最亲密的朋友，或者他问到的企业声名狼藉，声誉很差，答案很可能是非常谨慎的，没有什么价值。

如果投机者通过其交易的经纪人维持着一个交易部门的话，选择商行的困难就可能被预防了。许多大型证券交易所确实有这样的部门来方便他们的客户。虽然这样的部门可能没有一个像商行一样专门的市场，但是它至少要处于一个比单个客户交易更好的地位，而且它收取佣金，有听从使唤的规则。

总是存在的差价

习惯交易上市证券的投机者对非上市证券的主要拒绝理由，在于出价和要价之间过大的差价。实际上，这个差价通常并不过大，这种批评常常没有意识到上市股票也有相似的差价。然而，一般的交易商习惯于看上市股票的销售价格，很少看其出价和要价的数据，而对于非上市证券，他通常会看出价和要价的数据，几乎从不看销售价格。然而，在任何特定的时候，在出价和要价之间必定存在一定的差价。差价的大小与股票的活跃程度成反比。对于一只像“美国钢铁”这样的非常活跃的股票来说，这种差价只有八分之一或四分之一个点。一只比较活跃的股票可能其要价要低于出价半个点到两个点。如果一只股票一天只能销售100或200份，这种差价就可能达到4或5个点。对于大量成交很少的上市股票来说，差价可能达到10个甚至20个点。例如，正如所写，在证券交易所的交易大厅里，“怀德力特-菲利克斯火险”的出价是65.625美元，要价是70美元。同时，“哈特福德火险”，一只未上市公司股票，在场外交易公司——一个更专门的市场中的出价为74.5美元，要价为76.5美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行家的态度

投机者拒绝非上市证券的另一个理由是它们作为银行贷款抵押物的相对有限的可接受性。将储户的钱以抵押贷款的方式贷出的银行家，主要关心的是抵押品是否有销路而不是它的质量。他宁可要一只一经通知就售出的高投机性的上市股票，也不愿意要一只高投资等级、市场交易量小、出售困难的证券。此外，对银行家来说，决定以价格随时可知的上市股票为抵押的贷款额多大是安全的，要比从未听说过的未上市股票为担保的贷款数额容易得多。拿起桌上的一份《华尔街日报》，在上面看某只股票在股票交易所出售的实际情况，比起寻找一个非上市证券的市场以及找到之后，再去粗略地确定这个市场的规模大小更要容易得多。对于一只市场交易量很小的未上市股票，尽责的银行家可能感觉不得不重视其内在价值，因而他可能必须进行冗长的调查。总而言之，处理定期贷款或活期贷款业务的银行家首选上市股票是不足为奇的。

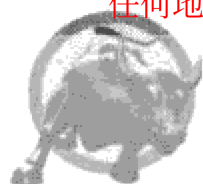
首选“无情”的经纪人

如果说银行家更喜欢将上市证券作为抵押物，由此可以得出结论，经纪人也有同样的偏好。为客户设立保证金账户的经纪人，通过将他们的证券在银行进行再抵押来获得很大一部分必需的资金。如果他从客户那里接收来的证券使他无法从银行获得贷款，他将很快进入危险的“冻结”状态。在这种情况下，所有好的抵押物可能都在银行手里，而他自己的大部分资本都占用在不可接受证券上。如果发生突然的市场崩溃，扫荡了很多大客户并令他们的账户处于最低保证金比率之下，那将是灾难性的。一般来说，进行保证金交易的投机者会发现，那些最“无情”地要求他维持充足的保证金，并最严格地要求他提供作为抵押物的销路良好的证券经纪人，将是他能够与之交易的最安全的经纪人。在艰难困苦之时，这样的经纪人不会关门大吉。那些承接极低保证金或者很差抵押物业务的经纪人不是最安全的经纪人。

隐藏的便宜货

尽管未上市证券市场存在明显的缺点，但是其证券数量远远超过上市证券的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这一事实，就足以引起投机者对这一领域加以关注。如果不这样做，他将会错失许多便宜货。而且，除了很少一部分金融机构的股票之外，基本上所有最好的可交易投资股票和最好的投机股票，都可以在证券交易所的交易大厅之外找到它们独有的市场。场外交易所的不透明对敏锐的投机者来说是一个优点。很多时候，只是因为没什么人了解，股票的售价低得近乎荒谬。在这种情况下，发现了一只股票的投机者不需要知道该市场的总体趋势，也不需要预测该公司收益的未来增长。如果该股票的售价大大低于其当前收益和市场地位所对应的合理水平，并且在不久的将来没有什么能够损害它的地位，他就可以确信别人会发现它的价值，并且其价格将很快上升到一个合理的水平。在未上市证券市场表现活跃经常是进入股票交易所交易的预兆。大部分在牛市中赚到的钱都来自于有这种历史的股票，这部分钱经常在股票上市之前就被赚取。

金融机构股

或许投机者能得到的最安全的投机工具就是金融机构的股票，通常只能在场外市场购买。随着社会或国家的财富和人口的增长，银行和保险公司发展得更快。随着物质文明的进步以及金融机构的服务不断变得不可或缺，社会的金融组织变得更为复杂。因此一家大银行或保险公司在几年的时间里几乎必定会规模扩大、股票价值提升。一个有远见的购买并持有这种股票的投资者，几乎确定会在几年后获得丰厚的利润。这在一般的期间意义上看几乎不是投机，但是寻找更多即时利润的交易商至少会满足地想：如果预期收益不能很快实现，那么我有一个不错的投资，而且有利润，只是延期而已。

银行业务不是例行公事

自然，就像对其他领域一样，对银行和保险公司股票感兴趣的投机者会希望明智地选择股票。例如银行业务，表面上看非常简单，一方面，银行蓄积存款，对其支付2%或者更少的利息，然后将其中的大多数以4%～6%的利息率贷给他们的客户。给出某银行的资本总额和存款数额，用简单的算术就可以得出其收益率。事实上，银行业务的执行与其他任何企业一样并不完全单调重复。假定两家银行的资本、留存收益和存款额都相同，其中一家的收益也可能比另一家高得多，其股票的价格也同样高得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的财务报表

银行的财务报表与其他商业企业的财务报表不同，其主要项目都是钱或钱的等价物。下面是一张典型的有实力的国家银行报表。

资　产	单位：美元
贷款与贴现	42086.204
美国国债	9412296
其他债券和证券	3177938
银行	2736202
现金和银行存放同业款	17534164
客户应收票据	1870380
	76817184
负　债	
资本	3000000
公积金	2000000
未分配利润	4690687
存款	61972206
应付票据	1000000
银行家背书承兑汇票	2252587
未兑现承兑汇票	1901704
	76817184

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现金与现金等价物

除两个项目之外，资产负债表资产部分的所有项目都代表现金或现金贷款，这两个除外项目是“银行”——一项价值波动可能很大的长期投资，和“其他债券和证券”。当然，债券仅仅是长期的现金贷款，但是股票，并不能确保其持有人在固定的日期收到固定的现金回报。在负债部分，除了三个净值项目：“资本”、“公积金”和“未分配利润”之外，所有项目都代表这家银行所欠的、一经要求即支付的，或固定日期支付的现金。三个净值项目代表这家银行的所有者权益。在银行报表中，“公积金”通常是一个大概的数字，代表由股票溢价出售形成的，以及从“未分配利润”中明确分拨出来的部分积累起来的基金，人们通常认为它像“资本”项目本身一样重要。另一方面，“未分配利润”代表未用于支付股利或增加“公积金”的累积盈利。

存款人的分析

我们已经注意到，从存款人的角度来看，这张报表展示了实力的状况。这个分析很简单。不考虑“承兑汇票”，它是或有负债，这家银行的欠款数额要低于6300万美元，其中很大一部分不是一经请求即付的，而是有特定的到期日。与这笔债务相对应，它有超过1750万美元的现金存在自己的金库里或其他银行里。它有不到950万美元的政府债券，可以在几小时之内卖掉或是在联邦储备银行用作抵押。总共有2700万美元可以确定用于满足意外提款的需要。这个数字相当于银行欠款总额的43%。此外，“贷款与贴现”项目中一个未知的部分是由证券交易所担保物担保和见票即付的通知贷款。该项目中更大一部分是由可以在联邦储备银行再贴现的贷款构成。因为该银行大部分存款的客户同时也是借款人，而且其借款总额高于存款总额，由此可见，该银行在报表日的状况非常好。

从股东的角度来看，这份财务报表也反映出很强的实力。“公积金”与“未分配利润”达到了流通在外股票总值的两倍以上，使该股票的账面价值超过了320美元/股。存款总额相当于企业净值的6.4倍。如果我们假设银行可以以平均4%的利率发放贷款，以平均2%的利率支付存款利息，那么总收益将是企业净值的4%再加上存款总额的2%（两个利率的差），由于存款总额是企业净值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.4倍，那么总收益将是企业净值的16.8%，再用这个数字乘以3.2，就得到了总收益。理论上来说，这个数值应该是企业净值的53.8%，从中银行还必须扣除它的损失、支付税费和经营费用。既然已经进行了假设，那么我们进一步假设这些项目需要花费资产的1.5%，那么总利润的扣除额将是资本的35.6%，剩余的净利为股票面值的18.2%。这样的计算任何银行都可以做。

银行活动范围广泛

任何这样纯理论的计算都会在很大程度上受到管理因素的影响。损失率和费用率在不同的银行之间差别很大，资源的总收益率也是如此。在一家大型的现代银行里，有许多吸收存款和发放贷款业务范围之外的活动可能发生。该银行可能有国外部，为客户买入和售出外币；信托部，扮演财产执行人和托管人的角色；公司信托部，在公司抵押时为债券持有人持有信托财产；过户部，负责管理公司过户账并为公司客户支付股利；还有债券部以及其他许多部门。它还可能有一个证券子公司，参与债券包销和其他类似的活动。虽然具有大致相同的金融机构，一家纯粹的商业银行也很可能达不到自始至终坚持扩展到其他领域的银行的收益能力。

一份银行报表没有什么分析要点。主要资产项目“贷款和折扣”，也许在任何特定情况下都是99.9%等同于现金，或在很大程度上由对处于财务困境的借款人的冻结贷款构成。在报表中，分析者将发现找不到关于贷款和贴现质量的信息。一般来说，分析者可以假设大银行的贷款质量是好的。在1907或1921这样的年份，银行报表也许不是100%的准确，但是它基本上足以满足实用的需要。

确定账面价值

在分析一个银行报表时，投机者将首先确定股票的账面价值。通常情况下，股票的售价将会高于其账面价值。接下来就会通过连续期间报表的比较发现存款的增长情况，该银行比其主要竞争对手增长得更快还是更慢。然后他将比较连续期间报表的“未分配利润”项目。当期“未分配利润”和“公积金”项目的增加数再加上支付的股利数就等于当期的净收益。投机者自然希望购买那些快速成长、盈利能力强并持续提高的有实力表现的银行股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有时候资产负债表的比较并不能反映一家银行的全部盈利。纽约和其他城市的主要银行有经营有价证券的分行，例如国家城市公司、担保公司和 Chase 证券公司，它们是三家主要的将债券和股票分销给投资公众的发行商。通过比较连续期间报表，我们能够确定总行的收益（只要报表的中期没有发生兼并，影响可比性），但是经营有价证券的分行的收益通常是不披露的。在一个牛市中，这样的隐性资产和隐性盈利吸引着投机买家。

火灾保险公司

银行在特定时间欠储户钱的数额是固定的，但火灾保险公司可能承担着很多倍于其资产的负债。不知什么时候它就可能会被要求偿还这项负债的大部分。然而，通过分散风险，不给在同一社区的太多财产、同一条街上的太多房屋，太多同种财产保险，只将任何一项财产的一小部分资源用于冒险，火灾保险公司通过这种方法消除了很大一部分风险。它的经营看起来像一个巨大的赌博，但实际上，大型火灾保险公司是最安全的投资工具之一。它通过两种方式获取利润：首先，收到的保费应该超过遭受的损失和企业运营费用，从而产生一笔保险利润。其二，在任何时候其手中有大量的保费，连同其资本和盈余大部分投资于股票和债券，这些投资如果运作得好，会产生利息、股利及资本收益。证券投资每年重新计价一次，盈余也相应地随之调整。在管理最好的公司中，此来源产生的利润具有相当强的稳定性。

下面的报表反映了一家大型火灾保险公司连续两年截止到 7 月 1 日的状况：

资　产	单位：美元	
	后一年	前一年
债券和股票	60641147	50315929
不动产	1709574	1663630
债券担保贷款和抵押贷款	5200	338488
保费及应收保险金	4238261	4011455
应收利息和股利	553605	490944
现金	1773059	2223881
	68930846	59044327

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

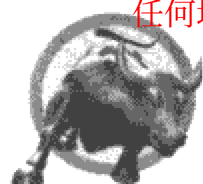
负　债	单位：美元	
预收保险费	27140738	23217408
调整过程中的损失	2940498	2644180
其他索赔	757415	876893
股利与或有事项准备金	1735000	1600000
证券市场波动准备金	3000000	—
股本	10000000	10000000
公积金	23357195	20705846
	68930846	59044327

一些技术细节

以上资产负债表中各种术语的含义在很大程度上是足够明确的。“保费及应收保险金”表示在代理人手中尚未汇至该公司的保费。在资产负债表的负债部分，“调整过程中的损失”表示已向公司报告但资产负债表日尚未支付的保险财产火灾损失。对于外行来说最神秘的项目是“预收保险费”。很显然，该公司并不是真的欠投保人只有全部保险财产同时毁掉才需要的几亿美元赔款。这仅仅是一项或有负债，其中只有一小部分可能成为真实的负债。然而，该公司确实欠其投保人一笔确定金额的款项，当他们要求终止保单的时候需要支付。如果某建筑物保险期一年，保险费共计 3600 美元，30 天之后就编制资产负债表，那么该公司在报表日只赚到了总保费中的 300 美元，余额就形成了预收保险费负债。

预收保险费准备金的数额可以反映一家公司业务量的大小，在两家公司发生兼并时，购买方通常愿意为这个企业支付大笔款项。一家保险公司股票的账面价值是资本加上公积金再除以流通在外股数。这家公司的清算价值是账面价值加上预收保险费的40%——一个相当准确的经验法则。同样，收益通常这样计算：当期支付的股利，加上公积金的增加数和预收保险费增加数的 40%。假设在减去 300 万美元的证券减值准备金之后，当期总收益为资本总额的 66.10%，该公司按资本总额的 24% 支付了股利，公积金的增加数为资本总额的 26.5%。预收保险费增加数的 40% 就等于另外的 15.6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正式的报告

火灾保险公司必须向各州的保险长官非常详细地报告自己的事务。因此，投机者能够探知他所感兴趣的公司按平均数计算，是赚得承保利润还是承保亏损。保险业公司亏损的多，盈利的少，但是从长期角度看，管理最好的公司往往可以赚得微薄利润。投机者也可以发现该公司的业务量是在稳步增加、停滞不前还是退步。然后可以将持有证券的价值与购买成本相比较，对该公司管理层在企业运营这一重要方面的能力获得一些了解。在以上这三个重要方面表现最好的股票将会对投机者最有吸引力。

寿险债务是确定的

寿险不同于火灾保险，对投保人的负债可以基于人寿保险生命统计表准确地计算出来。该类公司依照旧的人寿保险生命统计表来选定他们的费率，并通过体检来选择他们的风险水平，既然这样，在投保人准备金中也就有一个隐藏的盈余，总计大概为准备金的 10%。人寿保险公司股票的清算价值和公司收益的计算与火灾保险公司一样，只是 40% 的比率要用到准备金上。人寿保险是一个比火灾保险更安全的业务，其持续增长是一个非常稳定的现象。从投机者或投资者的角度来看，只有几只人寿保险类股票可供选择是一件非常遗憾的事情。

金融机构股是未上市证券中的最优股票。在场外交易市场中，有几百只工业和公共事业股值得明智的投机者关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章 期权与套利

虽然看跌期权、看涨期权、差价期权和跨式期权组合是最可能以少博多的投机工具之一，具有许多成功的机会，是唯一一种能使保证金交易商避免损失的保险，也绝对可以保护卖空者免受股票“囤积”的威胁，但是对一般投机者来说，它们仍是一个神秘的领域。每个英国股票交易商对期权的理论和实际应用都了如指掌，但是许多从事投机多年的美国人对期权却除了其名字之外一无所知。

什么是期权

简要地说，期权就是一个在有限期间内以规定的价格向期权出票人购买或出售特定数量的特定股票的权利。比如，一个看涨期权的出票人允许该票据持有者在期权期限内以特定的价格向其购买特定数量的股票。一个看跌期权的出票人承诺在期权期间内的任何时间，以特定的价格从该票据持有人那里购入股票。一个差价期权的出票人承诺以特定价格从该票据持有人那里购入股票，或者以一个更高的价格向其出售股票。跨式期权组合的出票人则承诺以特定价格从该票据持有人那里购入股票，或者以相同价格向其出售股票。

在纽约的市场中，期权交易以 100 股股票为单位，虽然允许 25～50 股的交易，但是价格就差一些了。偶尔也会有大额的期权交易，每笔 1000 股的期权交易并非不常见，每笔 10000 股的交易也不少。绝大部分期权交易都是以固定价格成交的，期权购买者要为每 100 股股票的看涨或看跌期权支付 137.5 美元（如果是看涨期权的话，还要加上 2 美元的税），如果是差价期权交易，这个数字就翻倍。这笔钱中，期权出票人会获得 112.5 美元，余额在购买者的经纪人和专卖人之间平均分配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出票人的立场

乍一看，以一个固定价格购买100股任何股票的期权似乎不合逻辑。但是，期权不是以当时的市场价格售出，而是一个与当时市场价格有某个差额的价格。大多数期权的标准期限是30天，因此，30天期权的报价一般会在当时市价的基础上上浮或下浮该差额的点数。举例来说，“美国钢铁”普通股的期权在某时点的报价为上浮6个点或下浮4个点。假如当时该股售价为140美元，交易商可以用139.5美元购入100股价格为146美元的30天看涨期权，或者用137.5美元购入价格为136美元的30天看跌期权，也可以用277美元购入一项期权，该期权允许他以136美元的价格向出票人出售100股股票或以146美元的价格从他那里购入100股股票，也就是所谓的差价期权。就一只售价约为20美元的股票来说，看涨和看跌期权的报价可能与市场价只相差半个点。在高度活跃的市场中，即使是售价低于面值的股票，其期权的报价也可能与市场价格相差10或12个点以上。当然，如果认为该期权被执行的可能性很大，出票人可能不会出票。

一些期权业务是在市场上交易的，但在这种情况下，购买者的现金成本要比购买100股30天期权要花的137.50美元高得多，很可能是几百美元，这就要看该市场所在州，特别是期权交易股票所在州的不同了。个别期权交易的期限也会超过30天，但这也十分少见。

用很少的钱投机

一些人将购买期权作为用很少的钱进行投机的工具，对他们来说，其优点是很明显的。对于一般的证券经纪人和交易商来说，所有少于100股的零股交易商都属于小投机者。在任何一笔数量可观的股票销售中，好点的经纪行最低会收取1500美元的保证金。一个只有两三百美元并渴望投机的人，一般没有耐心先去积累资本再开始冒险，也不希望做个小投机者。期权正好给他提供了机会。只要花上137.5美元，他就可以在30天内控制100股任意一只活跃的上市股票。假如他选了钢铁公司的股票，相信该股票是便宜的，并以高于市场价6个点的价格买入一份看涨期权。也许他的看法确实非常正确，这些股票的确很便宜，但他是在赌这只股票的前景会在相对短的期间内有一个幅度相当大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格上涨。在他的首次冒险中，他很可能会第一次认识到，30 天实在是太短了。他要想收回该期权的购买成本，股票价格必须上升 6 个点。要想收回其初始资本和在公开市场上出售股票的佣金，股价还必须再上涨 1.625 个点。即使股价已经上涨了 7.625 个点，想要其投机金额翻个两三倍的话，还需要一定幅度的进一步上涨。

有限的风险

在正常的市场中，期权股票在期限内不能给其持有者带来利润的可能通常是 4:1 或 5:1，但是这种交易方式至少还有个优点，那就是交易商遭受损失的风险非常小。如果他在 146 点的时候用 139.5 美元购入 100 股“美国钢铁”的看涨期权，即使股票价格的变动与预期完全相反，在期限内跌到了 130 点，他也仅仅是损失了成本。如果他是以保证金的方式买入 100 股该股票，他的损失就会大得多了，尽管在后面这种情况下，可能只要他提供更多的保证金，就可以无限期地保持自己的地位。保证金交易商相对于期权交易商的这个优势并不像看上去那么大。在 30 天结束的时候，发现了上面假设情况下期权成本的期权交易商，可以买入另一份价格更低的看涨期权，那么其经受的损失仍然会大大少于该假设条件下保证金交易商的损失。事实上，保证金交易商 10 个点的损失等于期权交易商延续七个月期限的期权成本。

保护期权的交易

在上面的例子中，我们假设期权持有人会一直等到期权到期的那一天，如果当时的市场条件使他能够获利，他才会行使期权，否则就放弃，但这绝不等于期权交易商都会这样做。假如在交易商买入“美国钢铁”的看涨期权后的一个星期或 10 天内，该股票价格已经上涨到期权价格，但没有超过该价格。与此同时，投资人对市场前景的看法有所转变，认为股票价格即将回落。于是，他以该期权价格售出“美国钢铁”100 股，用他的期权来预防这次卖空的损失。在期权到期的时候，低于期权价格 15 个点的股票市价意味着这位交易商不仅不是损失，还赚得了不错的收益。我们还会注意到，在卖空交易中，由于客户受期权保护，经纪人不会要求其支付超过 1 个点的保证金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



将看涨期权转换为跨式期权组合

再次改变我们的假设，假定当“美国钢铁”价格升至期权价格时，该交易商对于在该期权到期之前股票价格的走向难以做出判断。在这种不确定的情况下，逻辑上他会以该期权价格卖空50股该股票。这样，该股票的价格走势对他来讲就无所谓了。也就是说，无论它怎样变化，只要它波动幅度足够大，该交易商都会获得利润。如果股票价格跌了，证券商就会兑现那50股卖空并允许看涨期权到期不予执行。相反，如果股票价格涨了，他就会执行那100股的期权，用其中的50股完成它的卖空合同，卖出另外的50股赚取利润，这种操作在现实生活中就叫看涨期权转为跨式期权组合。如果是看跌期权的话，就以该期权价格购入一半看跌期权的股份，结果是一样的。我们可以想象，在期权到期前，期权持有人可能会对其进行很多次类似的交易。

期权作为保险

迄今，期权被认为是用有限的资金进行投机的方式，其遭受损失的风险非常有限，但有获得无限利润的可能。但事实上，只有1/4的期权业务以这样的投机为目的，大多数期权投资是将它作为一种避免过大损失的廉价保险。假设某位交易商以140点的价格卖空“美国钢铁”，对市场发展方向没有把握，他有两种方法保护自己：可以向经纪人发出在高于市场几个点的价位补进股票的指令，或者购入一份看涨期权。假设有两个交易商都处于这种情况，其中一个购买了一份高于市价6个点的看涨期权，另一个则向经纪人发出了在146点位补进股票的指令。我们进一步假设，在30天期限内，“美国钢铁”先是上涨到147点，而后又骤跌了10个点。在这种情况下，如果交易量为100股，想通过限价补进股票指令来保护自己的交易商在146点时自动补仓，其损失就是600美元，还不包括佣金。而另一位投资者由于受到看涨期权的保护，无论股票价格上涨多高，他的损失都不会多于600美元再加上期权的购买成本。因此，他能够镇定地看其涨到147点，并可以充分利用接下来的下跌补足卖空的股票，赚取3个点的毛利润，或是300美元减去期权成本和佣金后的净利润。“美国钢铁”的市价相对来说波动缓慢，然而即使是这样的股票也会发生大幅的价格波动，从而给期权持有人提供很大的盈利机会，或者至少可以为保证金交易提供有用的损失保护。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“美国钢铁”的股价在1926年6月的几周内的波动情况如下表所示：

周	6月1~5日	6月7~12日	6月14~19日	6月21~26日	6月28~30日
最高点	126.50	137	139.75	139.25	144
最低点	122.50	125.375	134.50	136.25	137.25

价格更加不稳定的股票往往会给期权交易商带来还要大得多的盈利机会。

期权售出者的动机

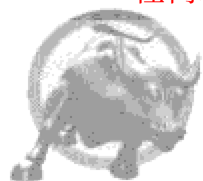
期权新手起初常常会为一件事感到困惑，那就是期权售出者明显的愚蠢行为。他们或许会问，人们为什么会为了112.5美元的补偿而以高于市场价几个点的价格售出100股某只股票的看涨期权呢？一旦股市的变动与其预期背道而驰，他可能发生的损失是无限的，可能很容易就达到甚至超过1000美元。我们稍微分析一下就会知道他的状况并没有看上去那么荒谬。假设某人持有100股“美国钢铁”股票，当前价格是140点，他相信那些股票完全值这个价钱，但若想再多卖6个点，他可能会要求其经纪人以146点出售，或者售出一份该价格的看涨期权，以来表达自己想高价出售的意愿。在后一种情况下，他会赚取112.5美元——如果期权被执行的话，还会有额外的利润，否则就只有这些。某个“美国钢铁”股票的卖空交易商可能会以相似的动机售出一份看跌期权。

按比例缩减的购买

交易商出售期权的动机各不相同。假设他对“美国钢铁”这只股票很乐观，并试图以尽可能低的价格购入1000股股票，他可能会发出一个低于市场价格的限价购买指令或是售出看跌期权。通过这两种方法他都可以得到股票，但在后面一种情况下他得到的期权费可以部分抵消该股票的购买价格，或者一旦看跌期权不被执行，可以用来作为一种安慰性奖金。类似地，想要卖空的交易商可能更愿意去售出看涨期权，而不是下达以高于市场价的价格购入股票的指令。

有时候，期权的卖方也有机会通过以更有优势的价格购买类似的期权来再保险。假设他已经售出100股价格为146美元“美国钢铁”的看涨期权，该股票价格出现回落，他现在可以购入100股价格为142美元的该股票的看涨期权，这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他只需为购入看涨期权而支付给他的经纪人和期权专卖人25美元的佣金。如果“美国钢铁”的价格涨过了146点，这两份期权都将被执行，他将会得到400美元的毛利。如果该股价格上涨至142～146点之间，他将从购买的看涨期权中获得少许利润。如果该股票价格上涨，由于他已经对已售出的看涨期权进行了损失保险，他的损失也微乎其微。

篇幅所限，我们无法充分地论述期权交易所有可能的衍生问题，在此领域进行尝试的投机者会发现很多展现聪明才智的诱人机会。然而，有一两个技术要点需要提及，股利问题是一个重要细节，在一只股票期权的期限内，如果该股票除息销售，当天该期权价格就会下降，降价幅度等于股利的金额。

期权卖方的责任

很明显，期权卖方的可靠性对期权交易商至关重要。在纽约的市场上，被纽约证券交易所的会员担保的期权才被认为是好的期权。当期权有这样一个担保时，期权卖方的可靠性才不会被怀疑。这一点特别重要，因为期权为投机商提供了一个绝好的运营领域。金融社会底层的经营者会通过不太挑剔的媒体这样宣传：“你知道吗，只要花上25美元你就可以控制25股任意一只上市股票！”在回应这样的广告时，他们会提供给小交易商一个为期七天他最喜欢的股票期权。如果他从中赚到了钱，他不会立即得到现金，相反，他会被怂恿去购买其他的期权。如果这个客户很成功并且不妥协，那这种“经纪人”就干脆关门大吉了。

长期期权

在过去的几年里，市场上出现了一种新型期权，并且数量不断增长。这是一种长期的股票购买选择权，通常会绑定到一只债券上，作为个“甜头”帮助其发行。理智的交易商不会选择一个为期几年的期权而放弃为期一两个月的期权，但是一家公司通过发放自己股票的长期期权来吸引更多的资本投入就很正常了。最早的这种融资的一个例子就是美国电力电灯公司在1916年向其股东们提供了一个100年期、股利率为6%的信用债券，为了鼓励人们以93美元的价格认购该债券，该公司授予每1000美元面值债券的持有人一项在1931年3月1日之前，以100美元/股的价格认购10股该公司普通股的权利。六年之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，这项权利才有了一些高于面值的升值。这种认股选择权中有许多被债券持有人分离出去，建立了一个单独的市场，每份权利的价格是几美元。1922 年，该股票的价格超过了其票面价值，该认股期权才开始有了真正的价值。在接下来的一年里，该股票价格涨到了 177 美元。1924 年，该股票价格在一分十的股票分割日前夕达到了 500 美元的高位。由于每股股票价格为 500 美元，原先附在 1000 美元债券上的认股期权在 1921 年的市场计价还低至 30 美元，这时价值却高达 4000 美元。

在那六年的每个月中（“美国电力电灯”这只股票的认股期权没有什么实质价值），该公司都会报告当月总收入超过上一年同期的总收入是增加的，但是实际上总共只有一两个月才是真正的净利润。显而易见，在此情况下，那时每个人都曾想买入该股票的这种 15 年期看涨期权，

被分离出来的认股权很少

在形式上认股权通常是可分离的，在这种情况下，附带认股权的债券、不附带认股权的债券和认股权一般会有各自独立的市场。由于发行债券所附带的认股权不需要（至少名义上不需要）最初的买家支付什么成本，他们通常不愿意将其与债券分离，然后单独出售。不仅那些精明的债券持有者不愿意将这笔可观的潜在未来利润换成当前确定的小利润，连那些粗心大意的债券持有人也会由于惰性而不出售这些认股权。相应地，在这种情况下，附带认股权的债券要比不附带认股权的债券或单独的认股权有着好得多的市场销路。有时有可能先购买附带认股权的债券，分离认股权，然后将不附带认股权的债券出售给偿债基金。但是总的来说，购买认股权经常是一件并不容易的事。而且，在某些情况下，认股权在形式上是不可分离的，只有与他所属的债券同时出示时才可以在一段有限的时间内或该认股权的期限内兑现。如果禁止分离认股权只是在时间上有限制条件，那么有时将其分离出来也是值得的。比如，在 1925 年 12 月，Rand Kardex Bureau 公司出售了一种 5 年期附带认股权的票据，该认股权在一年后可分离。几个月之后，原联合企业中的一家公司就开始再次出售大批没有认股权的该种票据，在这种情况下，被分离出来的认股权有几个月的时间内并没有什么价值，但接下来的 4 年就表现很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期限种类

认股权的期限有很多种。有些认股权的有效期只有几个月，其他的会更长些。东南电力电灯公司年利率6%、2025年到期的信用债券所附带的认股权就属于后一种类型，每份债券都附有10个允许其持有者随时以50美元/股的价格购买1股普通股的认股权。那些对认股权感兴趣的公众吸取了美国电力电灯公司认股权的教训，东南电力电灯公司认股权的报价一直在9～10美元左右，而当时它的股价还只是该期权价格的一半。通常认股权的期限只有几年，该公司认股权的期限在十年以上是比较少见的。

认股权经常以按比例增加的基础发行，一般会在某一价格上持续一两年，然后再提高价格。通用钢铁铸件公司附在该公司发行的总值2000万美元的年利率5.5%、1949年到期的第一抵押权债券上的认股权，赋予股票购买者在1931年7月1日前以55美元/股的价格，接下来的两年以65美元/股的价格，1935年7月1日以前以75美元/股的价格，1936年以90美元/股的价格，第五年及最后两年以100美元/股的价格购买该公司股票的权利。1925年晚些时候，“德国通用电气”发行的年利率6.5%的债券所附带的认股权，是另一种按比例增加的认股权形式的典型例子。该债券总共1000万美元，并且每1000美元的债券都附有一项认股权。最先获赠的2360个认股权赋予其持有人以24美元/股的价格购买18股普通股的权利，接下来的2150个认股权可以26.5美元/股的价格购买18股等等，以此类推，最后1750个认股权则可以34美元/股的价格购买17股。这种形式的条件对于该期权的迅速行使具有明显的激励作用。

耐心的投机者

很明显，认股权作为投机媒介，对于拥有足够耐心并且投机资金有限的投机者有着很强的吸引力。比如，一个中等收入的年轻人可能会发现，支付了生活费和人寿保险费、银行储蓄存款以及其他稳健投资等重要支出之后，他能剩下的钱很少。如果他想利用这点钱投机，那些为期几年、价格十分合理且前景好的普通股的期权就非常具有吸引力。假设他每年有500美元可以用来投机，他可以用10个点的保证金购入50股股票，这笔钱很可能会赔掉，或者，他可以购入100股股票的认股权。如果他有意志力坚持购买，并且在挑选时有良好的判断力，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少会有个不错的前景：在繁荣的市场中，期权在到期之前价值会是500美元的好几倍。

期权的弊端

期权的弊端也很明显。它们的市场销路有限，并且通常不能作为抵押物来申请贷款。尽管带利息的期权不是完全没有，但是事实上，它们不会给持有者带来任何收入。出于这些原因，人们根本不会单独购买认股权，除非很可能这些期权未来的价值是其成本的好几倍。投机的操作费用是一般交易商很少注意的一个因素。推测起来，预期在若干年的时间里平均的资金回报率至少达到10%，才会有人进行投机。如果按年利率10%、半年复利来计算，7年多一点的时间才会翻一番。在购买像期权这样的高投机性证券的时候，投机者自然会确信他能在比这短得多的时间里有机会将他的钱翻个两三倍。

一个估价公式

克利福德·瑞孚公布了一个简单的数学公式，它使我们可以在某个给定的情况下比较有把握地确定认股权或股票是否应该购买。例如，“南方联盟”（Commonwealth & Southern）的认股权，它是一个以每股25美元的价格购买股票的永久权利。就在本书撰写的同时，其股票价格为14美元，认股权价格为4美元。令X等于在某个特定的时期内未知的价格增加点数，在本例中，假设在5年内，认股权表现出和股票价格变动所产生的相同百分比的利润。现在令D等于在该假定期间内要支付的每股股利额，令S代表股票的价格，W代表认股权的价格，还有一个参数就是由认股权价格表示的额外费用，即该期权的价格加上认股权的当前市场价格，再减去股票的当前市场价格，我们用P代表额外费用。

定义了这些参数之后，我们现在可以将等式列示如下。在本例中，我们采用Commonwealth & Southern公司的数据进行计算。

$$(X+D):S=(X-P):W$$

$$(X+3):14=(X-15):4$$

$$X=22.2$$

只需要高中代数知识就可以很容易计算出结果。我们举一个5年期的购买股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票或认股权的例子，假设 Commonwealth & Southern 的股票在这段期间的股利将保持为 60 美分，股票在 14 点的基础上一定要实现一个 22.25 点的涨幅，才能保证以 4 美元价格购入认股权的购买者比股票的购买者赚得更大比例的利润。如果涨幅更大的话就会对认股权的持有者有利，而更小的一个涨幅则会对股票持有者有利。

思维定势

了解期权的概率是十分有用的，有时候交易商的这种了解会受到他们的思维定势的抑制。他们毫无根据地认为这个科目技术性太强、太复杂，以至于不进行非常多的智力思考就根本无法理解，他们也许一直处于顽固不化的状态。同样的障碍有时也会阻碍一个投机者对套利做出恰当和有益的研究。简单地定义，套利就是在不同市场内同时购买和出售同样的或等价的证券以获得利润的行为。当同样的证券是完全分离的两个市场里的交易工具的时候，套利交易的机会就显著增加了。在战前，纽约和伦敦之间的套利交易规模很大，在某一个特定的时间，像“美国钢铁”这样活跃的股票也许在某个市场上要比在其他市场上的售价更高，以至于在高价市场上大批出售的售价和在低价市场上购买的买价之间产生的差额，足以支付交易过程中发生的佣金、股票的运送成本以及资金的利息损失、电报成本和其他费用，并剩余一定的利润。这样的运作必须是一只股票在两个市场里都有交易的时候进行，该股票在这两个市场中的其中一个市场更为活跃，就将这个市场指定为第一市场，另一个则作为第二市场。显然，套利交易商为在第二市场运作的交易商提供了一项有价值的服务，即能够使第二市场的价格与第一市场的价格趋于一致。这种套利交易是专卖人的领域，并不适合于一般的交易商。

等价证券套利

等价证券的套利是另一件不同的事，为非专业人员提供了机会。一个最简单的“等价证券”的例子就是预购新发行证券的认购权。例如，美国电话电报公司已经通过每隔一段时间向其股东增发股票的方式，为其多年的新资本需求进行融资。通常这种增发的股票带有在规定时间内一次付清或分期支付的选择权。我们假设一个例子会比用实际例子更容易说明这个问题。假设美国电话电报公司在 4 月末宣告向 5 月 15 日登记的股东按面值发行新股，股票认购款必须于 6 月 15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日一次付清，股东每持有 5 份股票可购入 1 份新股。在 5 月 15 日登记在册的股东所持有的每股股份将收到一个“权利”或称为“认股权”，5 个这样的认股权才能有资格以面值认购 1 份新股。假设宣告发行的当天美国电话电报公司的股价是 210 美元，那么对于该权利的交易会马上开始，每个经纪人立即开始估算该权利的价值。这样做，他必须记住，到 5 月 15 日前每股股票的价值中包含 1 个权利的价值。那么计算就变得非常简单。用股票市场价与认购价格的差除以购入 1 份新股所需的权利数加上 1 个包含在市价中的权利，就等于该权利的价值，在这种情况下的等式可以写成如下形式：

权利的价值 = [市场价(210) - 订购价(100)]/[所需权利数(5) + 1]

在此情况下，每个权利的价值是 18.33 美元，以最接近的 1/16 为单位，该权利的价值为 18.3125 美元。在不如美国电话电报公司活跃的股票中，此权利的最小波动幅度是 1/8 点。在股票除权销售之后，市场价与认购价的差额除以购入 1 份新股所需的权利数即可。

从套利交易的角度来看，是购买或出售股票还是认购权就没有什么不同了。允许认购一股股票所需的一个权利的价值等于未来交付的股票价格减去认购价。一旦认股权在市场上出现，感兴趣的经纪人会立刻将这些股票和认股权所有可能的售价编成一个等值表格。在权利到期前，只要出现差异，交易大厅里的交易商就会执行套利交易，从而使两个价格回到一条水平线上。这是另一种仅适合于专业人士的套利交易方式。

当一只股票由于支付大规模股票股利，或者减少面值，或者两者同时进行而导致股票分割时，等价证券的又一种情况就出现了。从宣告发放股票股利或者宣告股票分割到实际交易完成，可能会有几个星期的时间，在此期间，新老股票会在证券交易所一起销售，或者老股票在证券交易所交易，而新股票暂时在场外交易。如果这两种股票偏离了它们的等值线，那么套利交易的机会就又出现了。

重组套利

重组和兼并为那些非专业的交易商提供了最好的套利盈利时机。在涉及大量不同证券的复杂重组过程中，有时各种新旧证券的价格偏离等值线达几周之久。如果套利交易是购入旧证券，以其换取新证券并出售新证券，这种以物易物的交易是基于“当、因为和如果已经发行”的前提，那么当然会有重组计划最终没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有实施的风险，以前面的“当已经发行”为前提的股票交易就可能因此被终止，造成该投机者被那些流通证券缠住无法摆脱。要知道，要不是进行套利交易，他根本不会购买那些证券。一般来说，包括与公司利益关系最大的银行家在内的委员会所公布的十分详细的重组计划会顺利地得以实施，因而这种风险会特别低，但是它又确实存在。有时候，对那些都是以“当已经发行”为基础的证券进行套利也是有可能的。如果计划没能得以实施，那么套利交易商除了“纸面利润”外不会损失任何东西。在 1925 年的早期，这样的机会就出现在了 Wickwire-Spencer 钢铁公司的重组中。根据该计划，优先股股东有权以面值按每 50 股换 1000 美元票据的比例认购年利率 7% 的 5 年期票据，同时还可以得到 175 股新普通股。在很长一段时间内，这种“当已经发行”基础上的优先权和新普通股的市场都很好。该优先权的价格曾一度达到大约 8 美元，新普通股的价格也在 5 美元左右。不考虑佣金，新票据的价格相当于 52. 5 美元，数学计算如下：

50 个权利的成本，每个权利的价格为 8 美元	400 美元
认购 1000 美元面值的票据	1000 美元
1000 美元面值的票据和 175 股普通股的成本	1400 美元
销售 175 股普通股的收入，每股价格为 5 美元	875 美元

虽然新票据此时并没有什么市场，但是很明显，重组公司该负债的价值要远远超过 52. 5 美元，特别是在新股票的每股价值为 5 美元的时候。事实证明，在重组计划生效之后又过了很长一段时间，年利率为 7% 的该票据卖到了 75 美元左右。

兼并套利

兼并计划的公布有时会带来套利机会，特别是当该计划中涉及几种不同的证券时。范・斯万瑞根提议将乞沙比克－俄亥俄铁路公司、伊利铁路公司、霍金谷铁路公司、Nickel Plate 铁路公司和培尔・马克特合并成一个新公司，建立一个新的铁路系统，这使五大铁路公司的股东将他们的股票按不同的比例换成新铁路公司的股票，从而为套利交易商开了个好头。在州际商业委员会拒绝这一计划之前的一年半时间里，旧股票一直在证券交易所出售，而新股票在场外交易。各只股票的价格也频繁地明显偏离等值线。很长时间里，人们都可以通过购买伊利铁路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的普通股，同时售出同等数量的 Nickel Plate 铁路公司股票，来赚取几个点的利润。培尔·马克特通常低于其等值出售，而乞沙比克－俄亥俄铁路公司则通常要高于其等值。正如事实所证明的，在此例中，市场的评价是正确的，该计划没有被州际商业委员会批准，套利者的纸面利润也就完全归零了。然而，这些旧股票很快就复苏了，其价位等于甚至高于该计划酝酿阶段的价格。这件事给了投机者一个教训，当购买某只股票，然后通过卖出其等价物（“当已经发行”股票的）来获取套利利润时，他应该确信，一旦这种“当已经发行”股票根本无法发行，他将满足于利用旧股票的冒险机会。

套期保值

套期保值与套利同属一类，是指在购入一只股票的同时出售另一只股票。如果对市场趋势不确定，投机者可能会被引入这一程序。或许他对汽车公司的股票感兴趣，但不确定这类股票是否已经到达了市场顶峰，或是否很快还会进一步上涨。在这种情况下，购入该类股票中最强的股票，然后卖空相等数量的一只本质上较弱的股票是符合逻辑的。如果股市下跌，那么卖空的利润就会超过购买的损失，反之亦然。当两只同类股票中的一只看起来要比另一只的价格低很多时，我们也可以采取套期保值的做法。在以前的章节中，我们已经对“伯利恒钢铁”和“美国钢铁”这两只股票在 1921 ~1926 年不同的发展趋势进行了分析，在那段时间里，对这两种股票进行套期保值可能一直都会很赚钱。但是，如果该投机者在这种交易上判断失误，就可能会在这一交易的两边都遭受损失。然而，这一事实不足以证明套期保值不可行，在投机中，赔钱历来是对错误判断的惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章

当投机变为投资

一位敏锐的专注于投机和投资两个领域的观察家在连续读了本书的大部分内容之后说："你的文章讲的是投机性投资，不是投机。"面对这种指责，笔者被迫反驳。毕竟，我们很难在投资与投机、投机与赌博之间划清界限。如果一个人讨论投机这个话题，可能会引得一些读者去尝试投机（否则这些读者很可能不涉足投机）。那么，去讨论那种界于投资边缘的投机，而不是去讨论那种更危险的、介于赌博边缘的没什么用的投机，可能对一般的读者更有帮助，对那些可能曲解本书的读者来说，危害性可能会更小。

奇妙的可能性

一个开立了 1000 美元保证金账户的普通人很可能，至少下意识地有这样的想法：如果在一年内我的钱不能翻倍，就太让人失望了。如果他真能让本钱一直这样翻番并且将利润也用于运作，用不了 25 年，他就会比现在的任何人都要富有，不过，如此之假设是甚为荒唐的。在现实社会中，用 1000 美元开始投机的人要么失败了，要么就是用他的钱赚到了比纯利息高的利润，逐渐积累起一定的财富。随着年龄增长，他很可能越来越倾向于冒更小的风险，成为一名投资者，而不是投机者。

经营管理

也许，最好的一种投机，也是最有可能成功的一种投机，就是把投机看作是对一笔资金进行经营管理。随着现代经济发展趋向于集中，形成更大规模的企业，一个人成为一家大公司唯一的所有者和专制管理者的可能性更小了。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一个商业天才来说，总有可能开发出商业管理的新思想或具有非凡业绩的新产品，从而在其他的领域取得像亨利·福特在汽车领域或沃尔伍思在商品销售领域那样的成功。相对而言，很少有公司能够完全靠经营收益发展壮大。因此，即便是商业天才也很可能发现自己迟早会成为公司股东们的雇员。任何有才能的人几乎确定会发现自己处于一个拿薪水的管理职位，或多或少要受到他人的控制。然而，在个人资金管理方面，每个人都可以进行自己的经营判断并自由支配。

人、财、物

一个企业的管理者能做什么？他运作自己所控制的“人”、“财”、“物”，寻求使企业产生利润。如果一个企业想取得长期的成功，那么经理必须做一些真正的公众服务，把“物”转化为对最终消费者更有用的形式，或者让它们更容易获得。把一个投机者看成一家企业的经理，我们也将看到，他也控制着“人”、“财”和“物”。“财”是他经营的起点，“物”是他买卖的证券，而“人”则是他投资的证券所在公司的董事和经理。他的“物”不是确定在他手中转化的，但是他的买卖活动会使这些“物”更容易或更不容易被保守的投资者利用。同样，他对为他服务的人产生着间接的影响。即便是最大的公司中的董事和管理者的薪酬和任期，也要取决于对该公司证券感兴趣的投机者和投资者的满意程度。如果投机者发现了管理层不胜任的证据，他虽然不能去“解雇”自己厌恶的管理层，但是他可以通过抛售该公司的证券或不买卖这种证券来表示对管理层的谴责。

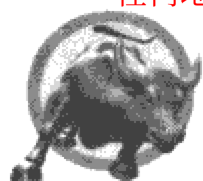
投机者的 12 条规则

任何公司都有管理的标准，这些标准不能被忽视，投机性投资也是一样，如果想要获得成功，制定一些能够被理智遵守的规则是行得通的。如果一个投机者盲目地遵从任何一组规则，他将永远不会成功，因为总是会有例外，他必须在特定情况下敏锐地应用自己的智慧。不过，将前 18 章中的技术性细节用几段文字总结概括一下，或许还是有用的。

投机性投资者的 12 条规则列示如下：

（1）持有的证券不能少于 10 种，且要涵盖 5 个不同的经济领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（2）至少每半年就要重新评估一次手中的每一只证券。

（3）要把至少一半的资金投放在能产生收益的证券上。

（4）分析任何股票时，都把股利收益率列为最不重要的考虑因素。

（5）图快会赔钱，拖延会赚钱。

（6）在任何一种公司信息不容易获得和不定期报告的证券上投入的资金不能超过全部资金的25%。

（7）就像避开瘟疫一样躲避“内部消息”。

（8）勤于寻找事实，不要依赖别人的建议。

（9）忽略那些呆板的证券估价公式。

（10）在股价高、利率上涨、商业繁荣时，至少应把一半的资金投放在短期债券上。

（11）少借钱，而且只有在股价低、利率很低或下降、并且经济衰退的时候借钱。

（12）留出一定比例的可用资金，准备购买前景看好的公司股票的长期期权。

偶然性最小化

第一条规则给出了多样化投机的最低标准。投机和投资一样，也需要把全部资金分到几个“篮子”里。多样化给投机者带来三个重要结果：将偶然因素降到最低；允许偶然的判断错误；把未知因素的重要性降到最低。正如人类活动的其他领域，偶然性在投机方面起着一定的作用。地震或别的无法预知的“上帝的杰作”会使一个周密的计划变成一个笑话，然而，这些偶然事件并不对所有证券产生同等程度的影响，多样化可能是防范意外因素的影响保护证券的最好方法。判断错误同样是不可避免的，即便是最敏锐的投机者也会有20%～25%的时候根据手中的数据得出错误结论。如果他把所有的资金投在一只证券上，而对于这只证券的判断结论又是错误的，他将遭受重大损失。另一方面，如果一个投机者把他的资金分散到10种不同的证券上，那么25%的判断错误将不会对其产生严重影响。

在任何时候，影响某只证券价值的最重要因素都是未知因素，甚至连公司的总裁都不知道影响公司证券内在价值的全部原因。投机者必须为未知因素留出充分的余地，即使是对于那些经常报道自身状况，并且诚恳地向证券持有人和公众充分提供公司事务信息的公司也是如此。通过多样化的投资，那些影响单只债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不确定因素就会互相抵消。由某种情况下的未知因素引起的损失，会被另一种情况下产生的意想不到的丰厚盈利所抵消。

心理难题

对于投资者来说，至少每年仔细检查一次自己所持有的证券，寻找薄弱点，这是一条常规建议。投机者自然会极为密切地关注自己持有的证券。第二条规则的含义不仅仅是浏览自己投机对象的清单、计算它们的纸面利润或损失，它的意思是，投机者应尽可能寻求不带偏见地再次分析这些投机对象。从心理学的观点看，冷静地考虑一个自己已经冒险投入资金的投机行为，是一件很难做到的事，然而，投机者应该坚决努力去这样做。例如，如果他有 100 股某股票，当前价格为 90 美元，他应该完全不考虑自己购买该股票时支付的价格，并且问自己这个问题："如果我今天有 9000 美元现金，想去买些股票，我是否应该选择这只股票，它比其他数千只可供选择的股票更好吗?"如果答案是彻底否定的，他就应该把这只股票卖掉。该股票的购买成本是 50 还是 130，在这个问题上没有任何差别。那是一个完全与目的无关的事实，尽管一般人认为它很重要。

耐心很重要

投机者的再分析过程每半年进行一次就可以了，不需要更频繁，如果他做得太频繁，很可能会养成频繁更换投机对象的有害、通常也是致命的习惯。一个成功的投机者最重要的素质就是耐心。对某一股票的市场来说，想要在任何比较大的程度上反映出其积累的隐藏价值，可能需要花费几年的时间。就南方铁路公司来说，二十年的收益都再投资于固定资产，其普通股的价格在两年内从 25 美元涨到了 120 美元。仔细分析就会发现某只股票的价值远远超过其市场价格，但可能要等到牛市形成和股利政策改变来提供必要的动力，市场才能反映出这种价值。令人沮丧的是，即使是在牛市，一只不错的股票也可能会落后于市场进程几周甚至几个月。那些总是寻找"行动"的交易商通常会在牛市的波动过程中从一只股票跳到另一只股票，最后只是发现，这样赚到的钱比将资金投在一开始精挑细选的 10 只或一打股票上，并一直持有那些股票所能赚到的钱要少得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谨慎的必要性

第三条规则要求将至少一半的资金投在会产生收益的证券上，这是基于这样一个事实：有收益的证券要比没有收益的证券的等级更高。有收益的证券发生重大损失的风险要远远小于后一种，但是它获利的潜力通常也要小一些。然而对于投机者来说，在操作过程中不要冒太大的风险，这是明智的行为。万一遇到大的市场风暴，知道自己至少一大部分的证券是投资性证券，对他平静情绪有很大帮助。投机者主要不是为了从证券中获得收益，但是由于这种证券大部分具有内在的投资价值，建议投机者坚持把大部分资金投向有收益的证券。

四种股票

这里我们要解释一下，第三条和第四条规则并不冲突。事实上，这两条规则是完全一致的，因为最好的股票通常表现为收益率最低。为投机购买股票时，假设购买者并不需要从这笔资金中赚取固定收益，否则他就根本没有能力做投机了。基于这种假设，预计会得到多少股利就不是什么值得考虑的问题了，他寻求的是自己股票的市场价值上涨。理论上讲，一个人可以将普通股这种主要的投机工具分为四类，它们是：（1）支付股利的高级股票，代表具有良好发展前景的大公司的一种所有权，通常这种股票出售的收益水平较低；（2）支付股利的低级股票，由于它们的股利存疑，前景也不确定，因此会提供较高的收益率；（3）无股利支付的股票，实力和收益能力方面正在明显进步公司的股票，发展方向是成为支付股利级别的股票；（4）无股利支付的股票，没有证据表明公司实力和收益能力提高，未来有可能会破产托管。理论上讲，（1）类和（3）类股票是可以买的，其中一种股票即时回报通常很低，另一种则为零。

检验一条理论

这条关于购买股票的种类与收益关系的理论可以检验吗？我们要通过随机选取大量股票，把它们分为高收益率群组和低收益率群组，然后跟踪它们在几年内的命运变化的方法来研究这个问题。为了达到这个目的，按字母顺序从 A 到 G 排列的所有工业类普通股在穆迪手册中开列的十年内的价格变动都要被调查。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们假设某位投机者按1913年最高价和最低价的平均价分别买入每种股票各1000美元，且1913年的股利全部以现金形式来支付，在此基础上，我们选择两组股票来计算每只股票的收益率：收益率高于8%的，和收益率低于6%的。共有13只股票满足前一组的要求，14只股票满足后者的要求。我们进一步假设，所有股票在1922年以当年的最高和最低价之间的平均价抛售，尽管在购入股票的那年很快就发生了股市和商业的大萧条，售出股票的那年在股票售出之前也是类似的情况，但是每只股票在清算时都显示有利润。下面的表格还反映了这样一个有趣的事实，低收益率的股票不仅在出售时显示的利润要大得多，而且总的来说，在整个持有期内它们也显示了更高的回报率。

	1922 年售价	1913 年买价	利润	利润率（%）
低收益率股票	19356.13	11307.39	8048.74	71.2
高收益率股票	14635.13	13026.56	1608.67	12.3

下表给出了两组股票每年基于购买成本的现金股利收益率：

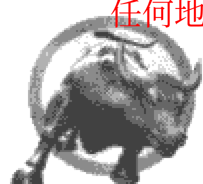
	1922	1921	1920	1919	1918	1917	1916	1915	1914	1913
低收益率股票	8.23	9.43	12.82	9.44	9.27	8.82	6.71	4.30	4.28	4.00
高收益率股票	5.17	6.38	9.04	7.55	7.24	8.32	6.83	6.38	7.57	10.83

我们很容易看出哪组股票的购入更令人满意。

一个惊人的结果

没有人能够冷静地将无股利支付的股票区分为两类：训练有素的观察家认为有前景的，和他认为没有希望的。我们能做的只是把这些股票作为一个群组从整体上关注它们的命运。在这个群组里一共有27只股票，以1913年最高和最低价的平均价计算的初始成本为26645.34美元。当然，这些股票在1913年并没有股利回报，但在接下来的一年，有3只股票支付了股利，回报率为0.8%。1915年股利收益上涨到1.19%，1916年则上涨到5.96%。之后，股利迅速上涨，在1922年达到最高点——30.9%。即便扣掉接下来一年“坎普造船”支付的一大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



笔额外股利，资本回报率依然高达18.9%，并且整个期间的总资本回报率也超过了购买时，即为支付股利的那些股票的收益率。假设在1927年，这27种股票都是以当年最高价和最低价之间的平均价出售的，那么其资本利得为56400美元，收益率为221%。

这个数字实在高得惊人，于是我们假设了最坏的情况重新进行研究。我们假设27种股票都是以1921年的最低价出售，相当于是极度萧条年份的最低价格。这种可能性简直是百万分之一，交易商即便尝试去找，也将无法为27只股票找到当年的最低价格。我们进一步假设，2只在1921年没有报价信息的股票被记入总损失。即便是基于这种最不利的假设条件，这些股票还是能以47542.75美元的总值售出，收益率为76.9%，这一数字比基于十分有利的假设条件支付股利的股票群组所获得的收益率还是高得多。

股票的复利

对于这样的研究结果：无股利支付的股票要比有股利支付的股票更赚钱，低收益股票要比高收益股票赚钱，我们很容易解释。一家管理良好且有盈利的公司股票的持有人，受惠于复利原则的程度并不会比银行存款人低。回顾我们在第十二章中分析过的“雷明顿·兰德”的损益表，上面显示其可用于支付股利的净利润为6040554美元，但实际支付的股利仅为2553457美元，剩下的大约350万美元，或者说大约每股普通股2.50美元的利润被再次投资于企业，为普通股赚取更多的利润。

就在同期，公司扣除债券利息前的利润达到该财政年度末全部有形资产的13%以上。如果每股2.50美元的净利润进行再投资的收益率为13%，则在其他条件不变的情况下，第二年的每股收益将会增加32美分。如果持续五年这样做，理论上讲，每股收益将增加60%以上。

低收益股票通常是那些将很大一部分利润留存为公积金的公司发行的。发展迅速公司的无股利支付的股票会更多地受惠于复利原则。这个原则是1929年广泛传播的一个信念的背景，这个信念是：不能花太多的钱去购买发展迅速的公司的股票。这个原则是正确的，但运用起来可能就没那么轻松了。尽管好的无股利支付股票具有强大的吸引力，但选择它们还是要比选择支付股利的股票困难得多。将全部或大部分资金投入到这种股票上将是一种极端鲁莽的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现的利润不是目的

用来指导投机性投资者的第五条规则，似乎与每个证券交易商在第一次进入经纪人公司的证券交易行情室时都会听到的一句谚语相矛盾，这句谚语是："你的收入永远都不会很卑微"。事实上，证券交易商只能通过赚取利润来避免最终的失败。他应该清楚地知道自己想做什么，他并不是要寻求已实现的利润，那样的话他还必须为之支付所得税，他要的是自己的资金获得最大程度的资本增值。如果在运作过程中，他确实卖出某些证券赚了钱，然后转向了其他证券，由于他的主要目的是使自己用于投机的资金价值尽可能高地增长，那么在此过程中利润的实现就完全不重要了。

那么，投机性投资者对手中股票的市场价值所发生的变化应该持什么态度呢？推测起来，他买了某只股票，是因为他经过深思熟虑，认为该股票的价值被低估了。他可以通过以下三种方式赚到钱：（1）对该股票隐藏的价值的认识更为普遍；（2）该股票背后的收益能力和资产增加；（3）交易商和投资者评价公司收益能力的水平全面提高。一只股票背后的收益能力的提高是管理良好的正常结果。

只要这种增长一直在进行，股票持有人就没有理由中止自己的投资，除非他们深信股票价格总体上已经超过了它的真实价值。除此之外，投机性投资者出售手中股票的唯一理由可能就是这一股票的走势变糟了。股票的市场价格上升完全不是在显示这样的转变，而是在确证当初买它的决定是合理的。相反，股票市场价格的下降往往会证明投机者的判断是错误的。但是这并不绝对，在某种情况下，他也许会被建议在一个不景气的市场中继续持有一只股票，并坚信最终会获得利润。然而，如果他仅仅根据市场的变化做决定，那么股票价格某种程度的下降，而不是上升，才是他出售股票的更合适的理由。

信息的重要性

第六条规则进一步强调了在分析证券时"未知"因素的重要性。只要投机者在与未知事项打交道，那么他就是在赌博。他必须使用一切办法努力将赌博的成分降到最低。要达到这个目的，投机者必须把他的绝大部分交易的范围限制在那些他可以非常频繁、定期、并且不麻烦地获得充分信息的证券上。有很多好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票可以赚到钱，然而它们的信息却并不能充分地获取，如果某只股票现成的信息是有利的，或者费一些周折就可以得到充分的信息，那么，购买该股票可能就是可取的，但是最好不要将太大比例的资金投放在一只这种类型的证券上。

有时，花些力气去获取可靠的信息还是很值得的。比如，某一中等规模的制造性公司仅仅公布一份缩略的年度资产负债表来告知其股东当年的经营情况。这份资产负债表上显示的一个应收账款项目的数额多年来相对于该企业的规模来说实在是巨大，这一事实表明，尽管有良好的收益和股利的记录，但一只价格等于其速动资产净额一半的股票也可能不是什么便宜货。一名记者，同时也是该公司的一名股东，出席了该公司 1926 年的年度会议，他和另一位费尽周折出席此会议的管理层之外的股东因此有机会查看了详细的资产负债表。该表显示，在 1925 年 12 月 31 日，超过 2/3 的应收账款是美国的中期国库券。尽管该公司的报表，就容易取得的那部分来说，反映出其股票的真正价值存在严重疑问，但这是一只真正被低估了价值的股票。

愤世嫉俗不吃亏

愤世嫉俗者很可能没有什么朋友，但是第七条规则所描述的愤世嫉俗的态度却可以使得证券交易商们免受很多损失。华尔街上聚集着很多轻信流言蜚语的人，某娱乐股票的价格在 1930 年的春季翻了一番，交易商都乐观地认为此次的收益将会比前 6 个月的官方报表所显示的收益率高 50% 以上。但在接下来的 4 个月所发生的同样惊人的下跌，使整天出入经纪人行情室的证券交易商们彻底开始相信这家公司陷入了财务危机。

自负在很大程度上导致了证券交易商愿意相信那些诸如联合操纵、兼并和发掘商业机密、紧急融资以及其他商业秘密的“内幕消息”，并最终成为受害者。依一般交易商自己的判断，得到这些机密信息会使他不同于无知的投资群体。然而，如果他谦虚地认为自己也许是第一千个，而不是第一个或第二个听到这种利好消息的人，那么他的这种谦虚很可能会得到丰厚回报。

第七条规则有一个例外，在市场走势强的时候发布熊市传言的无名人士很可能是一个真正的救世主。这样的秘密消息很罕见，它要比那些在股市震荡的高峰期广泛流传的牛市宣传更值得相信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个决定都要自己做

没有人通过寻求他人的意见而致富，这是第八条规则的基础。一位效率专家可以为某企业的技术改进指明道路，但他能做的也仅此而已。企业的成败必定取决于一个人的精力、个性、能力和决策力。福特、洛克菲勒和摩根并不是寻求专家的建议才称雄自己的领域，而是依靠自己的判断，尽管有时并没有遵循先例。

令人尊敬的昌西・米切尔・戴普先生曾经在一次访谈中回答了一名爱追根究底的记者的提问：你一生中犯下的最大错误是什么？戴普先生详述了三个错误。在财政上他的最大错误就是没有在当时花 1 万美元购买初期利率排在第六位的公司，后来该公司成了美国电话电报公司。尽管被该投资对象强烈地吸引，戴普先生还是迟迟没有行动，直到他询问了专家的意见。最后他拜访了一位私人朋友——西部联盟电报公司的总裁，该人无疑是所能找到的比任何人都更有发言权的专家。这位总裁十分真诚地告诉他，电话是不切实际的东西，无论如何，“西部联盟”虽拥有专利，而“美国电话电报”公司对于这项发明有更好的要求权。后来，戴普先生亲眼目睹了“西部联盟”成为“美国电话电报”的一个子公司。

这个教训是很清楚的。那些想投机成功的人去努力寻找事实吧，如果信息是不充分的或是错误的，那么即便是最明智的投机者也可能会得出错误的结论。但是一定要记住，最后他必须自己决定买卖什么以及何时买卖。

价格收益比

不明智地使用一个方便的价值尺度是第九条规则批评的对象。由于一只股票的售价是上一年每股收益的一个固定倍数，或是当年每股收益的一个估计的倍数，交易商可能会据此考虑这只股票是便宜还是不便宜，根据具体情况而进行决策。宽泛地说，计算价格与收益的比率是很有用的。如果某只售价为每股收益 30 倍的股票要将收益的 2/3 用于股利支付，那么它的回报率就是 2%，只有最光明的前景才会证明这个价格是合理的。相比之下，某只股票的售价是其每股收益的 6 倍，它只要将收益的 1/3 用来支付股利，该股票的回报率就会超过 5.5%，非常可观。假设其他条件相同，后者通常会被认为是便宜的，前者是贵的。

对于某些特殊情况，比如某一股票的售价为其每股收益的 15 倍，而另一只同行业股票的售价为其每股收益的 10 倍，我们就很难得出结论了。对 1921 年 14 家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最活跃的上市工业公司股票的记录进行的考察更验证了这一点。下表包括了所有在1919～1923年中每年都只付股利的股票，并且在1921年，每只股票在纽约证券交易所的交易量都在一百万股以上。该表给出了每只股票在1921年最高价和最低价，1920年和1921年的每股收益，基于1921年的每股收益计算的最高价格和最低价格收益比率，以及基于1920～1921年的平均每股收益计算的最高价格和最低价格收益比率。

这个表格反映出一些有趣的差别。1921年，“斯多德巴克尔”绝对要比“钱德勒”便宜，这可以从价格收益比率上看出来，前者在接下来的五年里比它在1921年的最高价翻了一番还多。相反，“钱德勒”在1926年的最高价格也仅仅只是超过了其1921年的最低点，而“得克萨斯公司”和“得克萨斯太平洋煤与石油”就不存在这样的差别。后来的事实显示，相对后者而言，市场对前者的价值做出了正确的评价。“皇家荷兰”，一只高级投资股，在接下来的牛市中却无所作为，这让1921年的那些购买者大感失望，相反，不起眼的“泛美宠物”却给它的持有人奉上了可观的利润。这样的例子可能会很多。它们足以证明，针对具体某只股票时，价格收益比率可能没有任何意义。

股　票	价格		每股收益		价格收益比率基于1921年每股收益计算		价格收益比率基于1920～1921年的平均每股收益计算	
	最高价	最低价	1920年	1921年	最高价	最低价	最高价	最低价
鲍德火车头	100.75	62.25	15.14	18.22	5.5	3.4	6.0	3.7
伯利恒钢铁B	62.50	39.50	18.40	11.51	5.4	3.4	4.2	2.6
钱德勒	86	38.25	15.05	0.15	—	—	11.3	5.0
科斯登	44.125	22.50	16.80	Def.	—	—	—	—
坩埚钢铁	107.50	49	20.06	7.59	14.2	6.5	7.8	3.6
家庭唱机	82.50	44.625	21.05	18.95	4.4	2.4	4.1	2.2
通用汽车	16.25	9.375	1.56	Def.	—	—	—	—
墨西哥宠物	167.25	84.50	19.63	26.83	6.2	3.2	7.2	3.6
泛美宠物	71.75	34.125	9.25	12.94	5.5	2.6	6.5	3.1
皇家荷兰	69.875	40.50	4.62	4.28	16.3	9.5	15.7	9.1
斯多德巴克尔	93.25	43.75	15.19	16.21	5.8	2.7	5.9	2.8
得克萨斯公司	48	29	5.44	1.41	34.1	20.6	14.0	8.5
得克萨斯太平洋煤与石油	36.875	15.75	4.73	2.46	14.9	6.4	10.2	4.4
美国钢铁	86.5	70.25	16.62	2.24	38.6	31.4	9.1	7.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折　衷

第十条规则是对股市周期性变化的承认，也是对长期投机的两种看法的一种折衷。一些研究者认为，长期投机者应该基于股市的大势进行交易，要在熊市接近谷底时购入股票，然后在接下来的牛市即将达到顶峰时全部售出，在下一个熊市到来之前，通过购买短期证券来保存收入，周而复始。另外一些人则认为，应该购买好的普通股并持有它们，直到某只前景光明的股票变得前途黯淡，就将其出售，再转向其他有发展前景的股票。在本章以及前面的章节中，这两种交易的理论实例都曾经给出过，虽然是随机挑选的，但经历了几年时间，其结果是令人满意的。理想的方案可能就是这两种极端情况的折衷。虽然投机性投资者主要对那些可能会升值的股票感兴趣而不是对市场趋势感兴趣，但是他也不能不考虑牛市和熊市的大趋势。当一个牛市已经达到相当的高度，低息贷款的基础已经开始瓦解的时候，他就有充分的理由去仔细检查自己的证券，目的是将其中的大部分处理掉。在他这样做的时候，关于“证券的购买成本是不重要的”这一点，我们怎样强调都不过分。

避免过度交易

一般交易商的一个主要错误就是其过度交易倾向，第十一条规则正是针对这一倾向提出的。证券分析师很快会发现，管理良好的公司手中的现金经常要比它们需要的现金多很多，它们很少贷款，即使贷款也不会达到最大信用限额。投机性投资者可以应用这条良好管理的原则进行投机。如果是一只销路好的股票，银行可能很愿意借给他该股票价值的75%～80%的款项，如果他将这个贷款限额用得非常彻底，那将是非常愚蠢的。如果他这样做，市场价格发生一个中等程度的下跌就会危及他的资金，严重干扰他对股票价值的判断。为了不犯这样的常识性错误，精明的投机者只会借入规模非常有限的资金，并且也是偶尔才借。很显然，贷款最好的时机是在股票普遍价格较低的时候，然后，股市的上涨会增加借款人的权益，巩固其财务状况。在牛市的进程中，他将会发现，通过以部分定期清仓的资金还清贷款而其余部分资金投放到短期债券中去是明智的。

购买有发展前景公司股票的长期期权产生盈利的可能性非常大，第十二条规则应该成为每个投机性投资者证券运作政策的一部分。“有发展前景的公司”是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这条规则的重点。认股权是债券和优先股的一种附属物，越来越受欢迎。很多情况下它只会是债券销售人员说服买家的论据，其获得价值的前景小之又小。然而对于有发展前景的公司，精明的投机者会着眼于长远利润，尽力去购买尽可能完整的搭配组合。

一个有利可图的业余爱好

投资完全不会给资金的所有者带来什么严重的问题。储蓄银行以及类似的机构、人寿定期保险单、政府债券、大银行的信托部门为那些寻求无风险投资的人，以及那些没有时间去管理其资金的公司管理者提供了解决方案。那些能抽出一定时间去管理个人财务的商人会发现，投机性投资是个能使他与世界上的重大进步始终保持联系的迷人事业，他会对还在进展中的经济史产生兴趣。应用本书中讨论的原则，他所拥有的将既是--个有趣的业余爱好，也是一个有利可图的事业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利普·L·凯瑞特
沃伦·巴菲特敬仰并赞赏的投资大师



1930年，这本《投机的艺术》问世了，而此前不到一年之际，一场金融危机袭卷美国，众多百万富翁变成乞丐，但也让很多人进入上层社会。在这次打击之后，恰恰是在大萧条导致的思维麻木甚至萎靡不振完全开始之前，菲利普·L·凯瑞特，以及他的这本关于股票投机的经典诞生于华尔街。

菲利普·凯瑞特倾其一生来证明：智慧、逻辑和认真的数据积累能够使股票投机不比开一家街角药店的风险更大。他的101年人生中，亲身经历了31个牛市、30个熊市、20次衰退和一次萧条，一直都取得了成功。他不受华尔街批评家的嘲笑和备受蹂躏的交易商大众的影响而安然度过了1929年的金融灾难。菲利普·L·凯瑞特喜欢交易，那是如此简单，你会在书中的每个字中看到他的热情。他了解制胜的主要因素：密切注意回报。对他来说，这是投资的金钱思维。本书是作者任Barron记者期间，为投资者撰写的交易忠告与操作指南，问世以来一直成为西方投资经典。

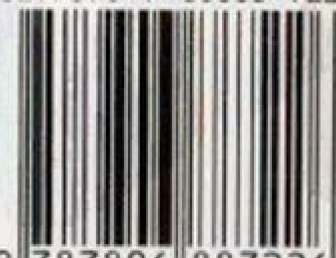
如果你将投机看作是逃避工作的一种方法，那么这本书对你没多大用处。本书更适用于这样的读者：他们受导致证券价格不停衰落和波动的力量的复杂性所吸引，希望能更好地认识和利用这种力量。

成功的投机需要资本、勇气和判断，投机者必须具备所有这三个条件。天生的良好判断力是不够的。投机者的判断必须经过训练，这样才能理解多种多样的投资实务。我希望本书在这一方面能给读者提供帮助。

——菲利普·L·凯瑞特



010-62627373



定价：28.00元